Grundmann
Bankvertragsrecht
De Gruyter Kommentar

Grundmann

Bankvertragsrecht Investmentbanking

Kommentar

Herausgegeben von
Stefan Grundmann

Bearbeiter:
Fünfter Teil
Sechster Teil 1.–5. Abschnitt
und Achter Teil
Sechster Teil 6. Abschnitt
Siebter Teil

Stefan Grundmann
Florian Möslein
Jens-Hinrich Binder

Band 2

DE GRUYTER

Diese Sonderausgabe enthält die grundlegend überarbeitete und aktualisierte Fassung der Partien zum Bankvertragsrecht – Investmentbanking, darunter, neben einem allgemeinen Teil, die Kommentierung zum Handeln am Markt, dessen Organisation und zur Kundenbeziehung (Wertpapierhandel/Effektengeschäft) aus den Bänden 11/1 und 11/2 der 5. Auflage des Staub, Großkommentar zum Handelsgesetzbuch.

Professor Dr. *Jens-Hinrich Binder*, Eberhard Karls Universität, Tübingen

Professor Dr. Dr. *Stefan Grundmann*, Humboldt-Universität zu Berlin/European University Institute, Florenz

Professor Dr. *Florian Möslin*, Philipps Universität, Marburg

Zitiervorschlag: z.B. *Binder* in Grundmann, Bankvertragsrecht Siebter Teil Rn 17 oder Grundmann/*Binder* Siebter Teil Rn 17

Sachregister: Christian Klie

ISBN 978-3-11-068418-6

e-ISBN (PDF) 978-3-11-068723-1

e-ISBN (EPUB) 978-3-11-068731-6

Library of Congress Control Number: 2020944942

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2021 Walter de Gruyter GmbH, Berlin/Boston

Datenkonvertierung und Satz: jürgen ullrich typesatz, Nördlingen

Druck und Bindung: BELTZ, Bad Langensalza

www.degruyter.com

Vorwort

Mit diesen beiden Sonderbänden werden die 2015–2018 veröffentlichten Bände 10/1, 10/2, 11/1 und 11/2 des Staub'schen Großkommentars (5. Auflage) mit ihrer Gesamtkommentierung zum Bankvertragsrecht als nunmehr zusammenhängendes Gesamtwerk mit (nahezu) einheitlichem Bearbeitungsstand vorgelegt. In vielen Teilen bedeutete bereits die Spanne von zwei bis fünf Jahren eine grundlegende Revision oder sogar Neukommentierung. Wie schon 2015–2018 handelt es sich um eine Kommentierung des gesamten Bankvertragsrechts „aus einer Hand“, mit sehr wenigen Autoren und intensiver Abstimmung – sowie dem Großteil der Kommentierung ohnehin in der Verantwortung allein des namengebenden Autors. Zudem handelt es sich wieder um eine Kommentierung des gesamten Bankvertragsrechts mit all seinen relevanten Bezügen – namentlich einschließlich seiner institutionellen, organisatorischen, internationalen, europarechtlichen und (im sinnvollen Umfang) interdisziplinären Kontextualisierung. Zentral ist wieder die Feststellung, dass Bankrecht im Gehalt primär europarechtlich verfasst ist, es sich also in seiner Gesamtarchitektur um einen Europäischen Kommentar handelt. Wie schon das maßstabsetzende Vorgängerwerk von *Claus-Wilhelm Canaris* erscheint das Werk also fortan gleichermaßen periodisch als gewichtige Bandfolge im Staub'schen Großkommentar als auch – in einem Stück – als eigenständige Sonderpublikation zum gesamten Bankvertragsrecht. Die Kernidee blieb – trotz der Tiefe von Revision und Neukommentierung – diejenige aus der 5. Auflage des Staub'schen Großkommentars:

Als *Claus-Wilhelm Canaris* – im Staub und als Sonderveröffentlichung – das Vorgängerwerk zu dieser Darstellung schrieb, war die Aufgabe ein völlig andere. Mit seiner Kommentierung schuf er das Bankrecht in Deutschland erst wirklich. Im Kontext relativ weniger Publikationen, zu einer Zeit, als sich der Bankrechtssenat am BGH noch aus dem Gesellschaftsrechtssenat herauszuentwickeln hatte, fasste er Judikate, Aufsätze, einige Monographien und vor allem allgemeine deutsche privatrechtliche Theorie und Dogmatik zusammen und bildete daraus das Bankrecht in Deutschland. Ein Prometheus. Er schuf damit eine der berühmtesten deutschen Kommentierungen der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts.

Heute ist die Situation eine gänzlich andere. Zum Bankrecht gibt es eine Vielzahl von Publikationen, alle größeren verantwortet von einem personenreichen Autorenteam, zum Bankrecht judiziert ein eigener BGH-Senat – neben vielen Obergerichten – und nicht selten auch der EuGH. Das Bankrecht ist jedoch keineswegs nur ungleich materialreicher. Es ist längst auch nicht mehr allein Ausfluss einer privatrechtlichen Theorie und Dogmatik, sondern auch, vielleicht sogar vorrangig aufsichtsrechtlich verfasst und dies auch in den Beziehungen zwischen Marktteilnehmern, besonders deutlich im Effekten-, aber auch im Kredit- und Zahlungsgeschäft. Der Wertpapierhandel bei *Canaris* ist Vertragsrecht, der Wertpapierhandel heute ist vor allem Marktrecht – mit auch privatrechtlichen Durchsetzungsmechanismen. Und nicht zuletzt ist das Bankrecht auch längst nicht mehr primär deutsches Recht, überwiegend ist es Europäisch verfasst. Eine Neukommentierung muss also nicht nur wegen der Lücke von fast vier Jahrzehnten, sondern wegen der völligen Neustrukturierung des Gebiets einen gänzlich anderen Charakter haben. Wo das Bankrecht am stärksten Europäisch verfasst ist und wo sich aufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Dimension am stärksten mischen, im Effektingeschäft („Investment Banking“), da ist die zeitliche Lücke auch besonders groß und inhaltlich besonders naheliegend: Diesen Bereich hat *Canaris* zuletzt 1981 überarbeitet. Dieses Gebiet ist aber schon seit den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts stärker Europäisch und markt- und aufsichtsrechtlich verfasst als jeder andere bankrechtliche Bereich.

Eine Gesamtdarstellung „aus einer Hand“ kann nicht in Detailtiefe und -reichtum mit vielbändigen Handbüchern aus der Feder von zwei- bis dreistelligen Autorenzahlen konkurrieren, nicht mit Kommentierungen von Einzelgesetzen, etwa dem WpHG, von teils mehreren Tausend Seiten. Ziel kann vielmehr nur dreierlei sein: Ziel ist es, die Gesamtmaterie wieder in einer durchgängigen Struktur zu sehen, mit einem roten Faden, insbesondere auch die Querbezüge zwischen den Ein-

zelstücken betonend, den Blick hierfür schärfend, aus „einer Feder“ oder jedenfalls aus „einem Guss“. Ziel ist es sodann, das Bankrecht nicht allein als deutsches zu verstehen, sondern durchgängig – geradezu mit gleichem Gewicht – in seiner meist internationalen (überwiegend europarechtlichen) Herkunft und in seiner Einbettung in internationale Kontexte, d.h. grenzüberschreitende Sachverhalte. Das Bankgeschäft ist nicht zuletzt (auch) international. Und Ziel ist es zuletzt, den großen Bogen zwischen privater Gestaltung und Gestaltungsfreiheit, „Vertragsrecht“, einerseits und (aufsichtsrechtlicher) Ordnung, vor allem Marktordnung, andererseits immer durchgängig zu spannen und zu problematisieren. Das Bankgeschäft ist – wie nicht zuletzt die globale Finanzkrise wieder zeigte – (auch) systemisch, und erschöpft sich nicht nur in Individualbeziehungen. Zugleich ist es in besonderem Maße Kautelarrecht, mit AGBs von branchenweiter Bedeutung. Schon in *Canaris Feder* wurde das Bankvertragsrecht ein Paradigma des Privatrechts allgemein, beispielsweise, indem er es (erstmalig) unternahm, jeweils den Vertrag von seiner „Geburt“ bis hin zu seinem „Tod“, bis hinein in die Insolvenz, durchzuformen und nachzuzeichnen, oder auch, indem er es aus dem Bankrecht heraus unternahm, ein neues Bereicherungsrecht – insbesondere in der Dreiecksbeziehung – zu schreiben. Ähnlich paradigmatisch ist Bankrecht heute, freilich in anderen Punkten: in der Internationalität (mit fast schon kodifikatorischer Durchbildung auf EU-Ebene), in der Verbindung von Einzelbeziehung und allgemeiner Marktordnung, und aus beiden Gründen letztlich auch in seinem Methodenreichtum, gerade auch als Kernmaterie für disziplinenübergreifende Denkansätze. All dies auch für praktische Ansprüche handhabbar zu machen und darzustellen, ist Reiz und Herausforderung der Aufgabe, der vorliegenden Gesamtdarstellung.

Dieser Gesamtidee folgen alle Teile. Zuerst werden Funktion und institutioneller Rahmen des Bankgeschäfts – dieses ist im Kern Bankvertragsrecht – vorgestellt, einschließlich einer methodischen Grundlegung (in Ökonomik, breiterer Interdisziplinarität und Europäischem Zuschnitt). In den verbleibenden sieben Teilen werden zuerst die Pfeiler der allgemeinen Bank-Kunden-Beziehung analysiert (Verhaltenspflicht mit Bankgeheimnis, Kontokorrent und Kautelarrecht mit AGB-Banken – Teil 2), sodann die Einzelgeschäfte. Auf das Europäisch kodifizierte Zahlungsgeschäft (Teil 3) folgt das Einlagen- und Kreditgeschäft, das in dem einen Zweig, dem Verbraucherkreditrecht, ebenfalls stark Europäisch überformt ist (4. Teil) – all dieses im bereits erschienenen ersten Band der Gesamtdarstellung und Sonderveröffentlichung (Grundlagen und Commercial Banking). Im zweiten Band folgt nunmehr das Investment Banking. Dieses ist – funktional – aufgefächert in die drei wichtigsten Dimensionen: das Handeln am Markt (6. Teil); die Organisation der Wertpapierfirmen nach innen, die Risikomanagement und Compliance mit dem komplexen Rechtsrahmen verbürgen soll, sowie die Marktorganisation (7. Teil); und die individuelle Kundenbeziehung mit Beratungs-, Informations-, Interessenwahrungs-, Gestaltungs- und sonstigen Fairness- und Sorgfaltspflichten (8. Teil). Eingeleitet wird auch dieser zweite Band durch einen Allgemeinen Teil (5. Teil) – nun speziell zur Materie Investment Banking mit ihrer eigenen Komplexität und Dynamik –, durch einen Allgemeinen Teil, der seinerseits auf Teil 1 aufsetzt und ihn für den spezifischen Kontext fortentwickelt.

Die Autoren haben den ganzen Band gemeinsam diskutiert und konzipiert, dabei lag die Verantwortung für das Organisationsrecht (7. Teil) bei *Jens-Hinrich Binder*, das Übernahmerecht (a.E. des 6. Teils) bei *Florian Möslein*, für die anderen Materien bei *Stefan Grundmann*. Über die in den Bänden 10/1 bis 11/2 genannten Mitarbeiter hinaus wollen die Autoren sehr herzlich danken Frau Frénegonde Blum, Clara Gröber, Colin Heß, Ingrid Hoch, Emmilie Lotzow, Bettina Menhofer, Natalie Papadopoulou, Charlotte Rebmann und Nadja Rode sowie den Herren Ulrich Beisel, Dr. Michael Denga, Jonas Grundmann, Maximilian Horn, Johannes Koch, Armin Pezhhan, Moritz Schüttrumpf und Zeno Wirtz, die mit großem Engagement mitgewirkt haben. Und sie danken für die zahlreichen Anregungen aus dem Kollegenkreis und der Praxis. Das Werk ist – in Band 2 – auf dem Stand vom 1.8.2020, vereinzelt darüber hinaus.

Inhaltsübersicht

- Vorwort — **V**
Inhaltsverzeichnis — **IX**
Abkürzungsverzeichnis — **XIX**
Verzeichnis der abgekürzt zitierten Literatur — **XXIX**

Bankvertragsrecht

Band 2 · Investmentbanking

FÜNFTER TEIL

- Gesamtsystem Investment Banking
Funktionen, Strukturen, Regelungsregime — **1**
ERSTER ABSCHNITT
Funktionen — **1**
ZWEITER ABSCHNITT
Infrastruktur — **33**
DRITTER ABSCHNITT
Regelungsrahmen — **67**

SECHSTER TEIL

- Marktregeln — **93**
ERSTER ABSCHNITT
Emmissionsgeschäft — **96**
ZWEITER ABSCHNITT
Prospektrecht (EU-Prospekt-Verordnung und WpPG-Durchführung) — **135**
DRITTER ABSCHNITT
Marktmissbrauchsregime (Insiderhandels- und -weitergabe- sowie Marktmanipulationsverbote), Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealing (EU-VO 596/2014, „MAR“) — **337**
VIERTER ABSCHNITT
Marktverhaltensregeln zu Leerverkäufen (EU-VO 236/2012), OTC-Derivaten, Gegenparteien, Transaktionsregistern (EU-VO 648/2012, „EMIR“) und Benchmarks (EU-VO 2016/1011) — **548**
FÜNFTER ABSCHNITT
Emittentenbezogenes und sonstiges Kapitalmarktrecht jenseits des Investment Banking (Überblick) — **786**
SECHSTER ABSCHNITT
Übernahmerecht (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG) — **809**

SIEBTER TEIL

- Organisationsanforderungen an Marktteilnehmer und Marktinfrastruktur — **951**
ERSTER ABSCHNITT
Regulierungsrahmen für Marktteilnehmer und Marktinfrastruktur – Einführung — **953**
ZWEITER ABSCHNITT
Organisationspflichten der Anbieter von Intermediationsleistungen — **977**
DRITTER ABSCHNITT
Transaktionsbezogene Organisationspflichten für die Marktinfrastruktur — **1095**

ACHTER TEIL

Kundenbeziehung (Wertpapierhandel/Effektengeschäft) — **1227**

ERSTER ABSCHNITT

Wertpapierhandelsgesetz (mit flankierenden Verordnungen) — **1229**

ZWEITER ABSCHNITT

Depotgesetz (mit flankierenden Verordnungen) (Überblick) — **1447**

Sachregister — **1503**

Inhaltsverzeichnis

Vorwort — **V**
Inhaltsübersicht — **VII**
Abkürzungsverzeichnis — **XIX**
Verzeichnis der abgekürzt zitierten Literatur — **XXIX**

Bankvertragsrecht

Band 2 · Investmentbanking

FÜNFTER TEIL

Gesamtsystem Investment Banking

Funktionen, Strukturen, Regelungsregime — **1**

ERSTER ABSCHNITT

Funktionen — **1**

- I. Investment Banking, Kapitalmarktrecht, Privatrecht – Heranführung — **9**
- II. Funktionen von Kapitalmärkten — **11**
- III. Funktionen von Investment *Banking* — **18**
- IV. Funktionen des Regelungsrahmens – Regelungsziele — **24**

ZWEITER ABSCHNITT

Infrastruktur — **33**

- I. Kapitalmarktakteure: Intermediäre und Marktbetreiber — **33**
- II. Kapitalmärkte, Primär- und Sekundärmärkte, Kapitalmarktsegmente — **47**
- III. Anlageinstrumente — **59**
- IV. Regelungsinstrumente – Verweis — **64**
- V. Regulierungs- und Aufsichtsagenturen — **65**

DRITTER ABSCHNITT

Regelungsrahmen — **67**

- I. Regelungsregime und -entwicklung – Europäisches und Deutsches Recht — **68**
- II. Auslegungs- und Anwendungsfragen mit spezifischem Bezug zum Investment Banking — **86**

SECHSTER TEIL

Marktregeln — **93**

ERSTER ABSCHNITT

Emissionsgeschäft — **96**

- A. Emission als Markteinführung – Formen, Instrumente, Marktsegmente — **100**
 - I. Emissionsgeschäft als primärmarktrechtlicher Gestaltungsrahmen und als Bankgeschäft — **100**
 - II. Platzierung: Vielfalt von Effekten und Formen der Marktinanspruchnahme — **104**
 - III. Strukturierung der Platzierung: Vielfalt der Verpflichtungen dem Emittenten gegenüber und der Gestaltungen im Konsortium — **110**

- B. Zivilrechtliche Organisation der Emission — **113**
 - I. Rechtsbeziehung des Konsortiums zum Emittenten — **113**
 - II. Innenbeziehungen des Konsortiums — **118**
 - III. Rechtsbeziehungen des Anlegers — **126**

ZWEITER ABSCHNITT

Prospektrecht (EU-Prospekt-Verordnung und WpPG-Durchführung) — **135**

- A. Einleitung zum (Europäisierten) Prospekt- und Prospekthaftungsregime — **138**
 - I. Ausgangspunkt und Regelungsziele — **154**
 - II. Regelungsentwicklung — **158**
 - B. Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen, Ausnahmen (Art. 1–5 EU-Prospekt-VO, §§ 1–7 WpPG) — **166**
 - I. Art. 1, 2 EU-Prospekt-VO, §§ 1, 2 WpPG: Anwendungsbereich und (sonstige) Begriffsbestimmungen — **167**
 - II. Art. 3–5 EU-Prospekt-VO, §§ 3–7 WpPG: Prospektpflicht, freiwilliger Prospekt und mitgliedstaatliche Ausnahmen — **188**
- C. Erstellung des Prospekts (Art. 6–19 EU-Prospekt-VO) — **199**
 - I. Art. 6–7 und 11 Abs. 1 EU-Prospekt-VO: Prospektgehalt – Grundlagen — **200**
- Anhang I [*der EU-Prospekt-VO*] – Prospekt — **204**
 - II. Art. 8–10 EU-Prospekt-VO: Mögliche Prospektsonderformen, -bestandteile und -zusammenstellungen — **213**
- Anhang II [*der EU-Prospekt-VO*] – Registrierungsformular — **217**
- Anhang III [*der EU-Prospekt-VO*] – Wertpapierbeschreibung — **218**
 - III. Art. 11 EU-Prospekt-VO: Prospekthaftung und Prospektheid – Verweis — **227**
 - IV. Art. 12 EU-Prospekt-VO: Gültigkeit — **228**
 - V. Art. 13–16 EU-Prospekt-VO: (Mindest-)Inhalte des Prospekts und Vereinfachungen bei Sekundäremission — **229**
- Anhang IV [*der EU-Prospekt-VO*] – Registrierungsformular für den EU-Wachstumsprospekt — **233**
- Anhang V [*der EU-Prospekt-VO*] – Wertpapierbeschreibung für den EU-Wachstumsprospekt — **233**
 - VI. Art. 17–19 EU-Prospekt-VO: Nichtaufnahme von Informationen und Aufnahme mittels Verweis — **242**
- D. Billigung, Hinterlegung und Veröffentlichung des Prospekts, Werbung und Nachtragspflicht (Art. 20–23 EU-Prospekt-VO) — **247**
 - I. Art. 20 EU-Prospekt-VO: Prüfung und Billigung — **248**
 - II. Art. 21 EU-Prospekt-VO: Veröffentlichung, Aushändigung, Hinterlegung und Bekanntmachung — **252**
 - III. Art. 22 EU-Prospekt-VO: Grundregeln jeglicher Werbung — **256**
 - IV. Art. 23 EU-Prospekt-VO: Nachtragspflicht — **260**
- E. Grenzüberschreitende Angebote und Zulassungen und Sprachenregime (Art. 24–30 EU-Prospekt-VO) — **264**
 - I. Art. 24–26 EU-Prospekt-VO: Grenzüberschreitende Binnenmarktangebote — **265**
 - II. Art. 27 EU-Prospekt-VO i.V.m. § 21 WpPG: Sprachenregime — **269**
 - III. Art. 28–30 EU-Prospekt-VO: Grenzüberschreitende Drittstaatangebote — **272**
- F. Prospekthaftung (Art. 11 EU-Prospekt-VO, §§ 8–16 WpPG) — **274**
 - I. Hintergrund und Zielsetzung — **277**
 - II. Art. 11 EU-Prospekt-VO, §§ 8–11 WpPG: Haftung für fehlerhafte Prospekte bzw. Wertpapier-Informationsblätter — **283**

- III. §§ 12, 13 WpPG: (Gesetzlicher) Haftungsausschluss — **298**
- IV. §§ 14, 15 WpPG: Haftung bei fehlendem Prospekt bzw. Wertpapier-
Informationsblatt — **308**
- V. § 16 WpPG: Grenzen der Haftungsbeschränkung und konkurrierende
Ansprüche — **312**
- G. Aufsicht und sonstige (Aufsichts-, Sanktions-, Delegations-, Schluss- und
Übergangs-)Bestimmungen (Art. 31–49 EU-Prospekt-VO, §§ 17–20, 22–28, 32 WpPG)
(Überblick) — **314**
 - I. Art. 31–37 EU-Prospekt-VO, §§ 17–20, 22–23, 26, 32 WpPG:
Aufsicht von ESMA und der zuständigen Behörden — **314**
 - II. Art. 38–43 EU-Prospekt-VO, §§ 24–25 WpPG: Sanktionen und (sonstige)
verwaltungsrechtliche Maßnahmen — **324**
 - III. Art. 44–49 EU-Prospekt-VO, §§ 27, 28 WpPG: Delegation, Schluss-
und Übergangsbestimmungen — **334**

DRITTER ABSCHNITT

Marktmissbrauchsregime (Insiderhandels- und -weitergabe- sowie
Marktmanipulationsverbote), Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealing
(EU-VO 596/2014, „MAR“) — **337**

- A. Einleitung zum (Europäisierten) Marktmissbrauchsregime: Regelungs-
ziel und -entwicklung hin zur EU-Marktmissbrauchs-Verordnung
(„MAR“) — **339**
 - I. Ausgangspunkt und Regelungsziele — **353**
 - II. Regelungsentwicklung – Überblick — **359**
 - III. Überblick zu den Regelungsmaterien der MAR — **362**
- B. Allgemeines: Gegenstand, Anwendungsbereich, Begriffe, Registrierung
zugelassener Anlageinstrumente (Art. 1–6 MAR) — **365**
 - I. Art. 1 MAR: Gegenstand und Ziele — **365**
 - II. Art. 2, 3 MAR: Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen — **367**
 - III. Art. 4 MAR: Meldung/Register der zugelassenen Anlage-
instrumente — **391**
 - IV. Art. 5 MAR: Ausnahmen für Rückkauf- und Stabilisierungs-
maßnahmen — **393**
 - V. Art. 6 MAR: Ausnahmen für wirtschafts- und umweltpolitische
Maßnahmen — **399**
- C. Insiderhandels- und -weitergabeverbote (Art. 7–11, 14 MAR) — **401**
 - I. Insiderhandels- und -weitergabeverbote: Herkunft, System, Ziele
(mit Ökonomik) — **407**
 - II. Art. 7 MAR: Insiderinformation — **413**
 - III. Art. 8 und 14: Insidergeschäfte – Grundtatbestand und Verbot — **424**
 - IV. Art. 9 MAR: Gestattungen – Legitime Handlungen — **443**
 - V. Art. 10, 11 MAR: Befugte und unbefugte Offenlegung — **452**
- D. Marktmanipulationsverbote (Art. 12, 13, 15, Anh. I MAR) und Präventions-
pflichten betreffend *Marktbetreiber* und *Wertpapierfirmen*
(Art. 16 MAR) — **462**
 - I. Marktmanipulationsverbote: Herkunft und Ziele (mit Ökonomik) — **465**
 - II. Art. 12, 15, Anh. I MAR: Manipulationstatbestände und Verbote — **469**
 - III. Art. 13 MAR: Gestattungen – Zulässige Marktpraktiken — **485**
 - IV. Art. 16 MAR: Präventionspflichten betreffend Marktbetreiber
und Wertpapierfirmen — **491**

- E. Art. 17 MAR: Präventionspflichten betreffend *Emittenten*:
Ad-hoc-Publizität — **493**
 - I. Ad-hoc-Publizität: Herkunft und Ziele (mit Ökonomik) — **498**
 - II. Anwendungsbereich (sachlich, persönlich, räumlich)
(Abs. 1 3. UAbs.) — **502**
 - III. Tatbestand der Ad-hoc-Publizität (Abs. 1 1. UAbs.) — **503**
 - IV. Zentrale Einzelfälle — **508**
 - V. Sonderregelung für Emissionszertifikate (Abs. 2) — **509**
 - VI. Aufschub der Ad-hoc-Publizität (Abs. 3–8, 11) — **510**
 - VII. Veröffentlichungs-, Berichtigungs- und Meldepflichten
(Abs. 1 UAbs. 2, Abs. 9–10) — **514**
 - VIII. Sanktionen – Verweis — **519**
- F. Präventionspflichten betreffend *Insider*: Directors' Dealing (Art. 18, 19 MAR)
und Sonderregeln zu Anlageempfehlungen, Statistiken und Medien
(Art. 20, 21 MAR) — **519**
 - I. Art. 18 und 19 MAR: Insiderlisten und Registrierung sowie Meldung
der Einzelgeschäfte von Führungskräften (Überblick) — **520**
 - II. Art. 20 MAR: Sorgfaltspflichten bei (öffentlichen) Anlageempfehlungen
und Statistiken — **531**
 - III. Art. 21 MAR: Privilegierung von Medien — **533**
- G. Aufsicht, Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen
(Art. 22–39 MAR – Überblick) — **534**
 - I. Art. 22–34 MAR: Aufsicht (Überblick) — **546**
 - II. Art. 35–39 MAR: Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen
(Überblick) — **547**

VIERTER ABSCHNITT

Marktverhaltensregeln zu Leerverkäufen (EU-VO 236/2012), OTC-Derivaten,
Gegenparteien, Transaktionsregistern (EU-VO 648/2012, „EMIR“) und
Benchmarks (EU-VO 2016/1011) — **548**

- A. Kommentierung: Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe
und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps — **548**
 - I. Regelungsumfeld, -ziele und -entwicklung — **560**
 - II. Gegenstand, Anwendungsbereich und Kernbegriffe
(Art. 1–4) — **570**
 - III. Transparenz Netto-Leerverkaufspositionen (Art. 5–11) — **584**
 - IV. Zwingende Absicherungskautele bei ungedeckten Leerverkäufen
und diesbezügliche Anforderungen an zentrale Gegenparteien
(Art. 12–15) — **592**
 - V. Ausnahmen (Art. 16, 17) — **605**
 - VI. Erweiterte Befugnisse nationaler Behörden und der ESMA in Krisen
(Art. 18–31) (Überblick) — **612**
 - VII. Allgemeines Aufsichts-, Befugnis- und Datenschutzregime (Art. 32–41)
(Überblick) — **620**
 - VIII. Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen (Art. 42–48)
(Überblick) — **628**
- B. Kommentierung: Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale
Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR) — **631**
 - I. Regelungsumfeld, -ziele und -entwicklung — **650**
 - II. Gegenstand, Anwendungsbereich und Kernbegriffe (Art. 1–3) — **658**

- III. Clearing, Meldung und Risikominderung von OTC-Derivaten und Derivaten (Art. 4–13) — **677**
- IV. Zulassung und Beaufsichtigung von sowie Anforderungen an CCPs (Art. 14–35) – Verweis — **711**
- V. Wohlverhaltensregeln (Art. 36–39) — **711**
- VI. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an CCPs, Interoperabilitätsvereinbarungen, Registrierung, Beaufsichtigung und Anforderungen an Transaktionsregister, Gemeinsame und Schlussbestimmungen (Art. 40–91) – Verweis[?] — **720**
- C. Kommentierung: Verordnung (EU) 2016/1011 über Indizes, die als Referenzwert u.ä. verwendet werden (Benchmark-VO) — **721**
 - I. Regelungsumfeld, -ziele und -entwicklung — **735**
 - II. Gegenstand, Anwendungsbereich und Kernbegriffe (Art. 1–3) — **743**
 - III. Integrität und Zuverlässigkeit von Referenzwerten (Art. 4–16) sowie Anforderungen an verschiedene Arten von Referenzwerten (Art. 17–26) – Verweis — **756**
 - IV. Transparenz und Verbraucherschutz (Art. 27–28) — **757**
 - V. Verwendung der Referenzwerte in der Union (Art. 29–33) (Überblick) — **761**
 - VI. Zulassung, Registrierung und Beaufsichtigung von Administratoren (Art. 34–48) (Überblick) — **769**
 - VII. Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen (Art. 49–59) (Überblick) — **780**

FÜNFTER ABSCHNITT

Emittentenbezogenes und sonstiges Kapitalmarktrecht jenseits des Investment Banking (Überblick) — **786**

- A. Gesamtüberblick über die wichtigsten Einzelstücke — **787**
- B. Periodische Folgepublizität (Zwischen- und Finanzberichte, §§ 114–118 WpHG) — **789**
- C. Beteiligungstransparenz (§§ 33–47 WpHG) — **797**

SECHSTER ABSCHNITT

Übernahmerecht (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG) — **809**

- A. Grundlagen, insbesondere zu Übernahmepaxis und (Europäisiertem) Übernahmeregime — **846**
 - I. Beratungs- und Finanzierungsgeschäft der (Investment-)Banken — **848**
 - II. Regelungsbedarf und -ziele des Übernahmerechts — **852**
 - III. Regelungssystem, -entwicklung und Harmonisierungsintensität — **860**
- B. Anwendungsbereich, Angebotsarten und Kontrollschwelle — **868**
 - I. Anwendungsbereich und Grundbegriffe, Grundsätze und Zuständigkeiten — **868**
 - II. Systematik der Erwerbsangebote — **882**
 - III. Kontrollschwelle — **893**
- C. Ablauf — **906**
 - I. Vorbereitungsphase — **907**
 - II. Abgabe des Angebots — **910**
 - III. Reaktion der Zielgesellschaft — **915**
 - IV. Annahme des Angebots — **921**
 - V. Nachbereitung — **924**

- D. Begleitung des Bieters — **928**
 - I. Dokumentation — **928**
 - II. Akquisitionsfinanzierung — **930**
 - III. Finanzierungsbestätigung (§ 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG) — **933**
 - IV. Gewährleistungserklärung (§ 327b Abs. 3 AktG) — **940**
- E. Begleitung der Zielgesellschaft — **943**
 - I. Dokumentation (Verweis) — **944**
 - II. Defense Manual — **944**
 - III. Fairness Opinion — **947**

SIEBENTER TEIL

Organisationsanforderungen an Marktteilnehmer und Marktinfrastruktur — **951**

ERSTER ABSCHNITT

Regulierungsrahmen für Marktteilnehmer und Marktinfrastruktur – Einführung — **953**

- A. Marktteilnehmerbezogene Anforderungen und Rechtsrahmen für die Marktinfrastruktur: Grundlagen — **954**
 - I. Überblick und Einordnung — **954**
 - II. Akteure und Aktivitäten — **956**
 - III. Regelungsprobleme und Regelungsziele — **960**
- B. System der Rechtsquellen — **974**
 - I. Kapitalmarktintermediäre — **974**
 - II. Kapitalmarktinfrastruktur — **975**
- C. Räumlicher und sachlicher Anwendungsbereich – Verweis — **976**

ZWEITER ABSCHNITT

Organisationspflichten der Anbieter von Intermediationsleistungen — **977**

- A. Kapitalmarktrechtliche Organisationspflichten der Intermediäre (§§ 80 ff. WpHG, Artt. 21 bis 32 und 64 bis 66 DVO MiFID II) — **977**
 - I. §§ 80, 81 WpHG, Artt. 21 bis 32 DVO MiFID II – Organisationspflichten für Intermediäre — **977**
 - II. Bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen (§ 82 WpHG, Artt. 64–66 DVO MiFID II) — **1038**
 - III. Aufzeichnungspflichten (§ 83 WpHG, Artt. 72–76 DVO MiFID II – Überblick) — **1052**
 - IV. Schutz von Kundengeldern und Kundenvermögen (§ 84 WpHG – Überblick) — **1059**
 - V. Anlagestrategieempfehlungen und Anlageempfehlungen/Finanzanalysen und Marketingempfehlungen (§ 85 WpHG, Artt. 36 und 37 DVO MiFID II – Überblick) — **1063**
 - VI. Ergänzende aufsichtsrechtliche Regelungen zur Absicherung der Wohlverhaltens- und Organisationspflichten (§§ 87–96 WpHG – nur Überblick) — **1068**
- B. Organisationspflichten nach der Benchmark-VO — **1070**
 - I. Organisationspflichten des Administrators (Titel II, Kap. 1 EU-Benchmark-VO) — **1071**
 - II. Ablauforganisatorische Vorgaben für den Prozess der Referenzwertermittlung (Titel II, Kap. 2 EU-Benchmark-VO – Überblick) — **1079**
 - III. Verhaltenskodex und Anforderungen an Kontributoren (Titel II, Kap. 3 EU-Benchmark-VO) — **1084**

- IV. Differenzierungen nach Art der Referenzwerte
(Titel III EU-Benchmark-VO – Überblick) — **1088**

DRITTER ABSCHNITT

Transaktionsbezogene Organisationspflichten für die Marktinfrastruktur — **1095**

- A. Handelsinfrastruktur — **1095**
 - I. Organisationspflichten des Börsenträgers (§ 5 BörsG – Überblick)
Börsengesetz (BörsG) — **1096**
 - II. Transaktionsrelevante Aspekte des Börsenorganisationsrechts
(§§ 16, 17, 19–21 BörsG – Überblick) Börsengesetz (BörsG) — **1104**
 - III. Organisatorische Vorgaben für Börsenhandel und Börsenpreisfeststellung
(§§ 24–26g BörsG – Überblick) Börsengesetz (BörsG) — **1109**
 - IV. Anforderungen an alternative Handelsplätze und systematische
Internalisierer (§§ 71–79 WpHG, §§ 48–48b BörsG – Überblick) — **1116**
 - V. Vor- und Nachhandelsstransparenz (Titel II MiFIR – Überblick) — **1129**
 - VI. Auftragsabwicklung und Transparenzpflichten von systematischen
Internalisierern u.a. (Titel III MiFIR – Überblick) — **1141**
 - VII. Institutionell-organisatorischer Rahmen für den Derivatehandel
(Titel V MiFIR – Überblick) — **1149**
 - VIII. Zugang zu Clearingsystemen und Handelsplätzen
(Titel VI MiFIR – Überblick) — **1157**
- B. Nachhandelsinfrastruktur — **1164**
 - I. Institutionell-organisatorischer Rahmen für das Derivateclearing
(Titel III-IX EMIR – Überblick) — **1164**
 - II. Institutionell-organisatorische Anforderungen an Zentralverwahrer
(CSDR) — **1197**

ACHTER TEIL

Kundenbeziehung (Wertpapierhandel/Effektengeschäft) — **1227**

ERSTER ABSCHNITT

Wertpapierhandelsgesetz (mit flankierenden Verordnungen) — **1229**

- A. Das WpHG als „Grundgesetz“: Regelungsumfeld, -ziele
und -entwicklung — **1239**
 - I. Das WpHG: „Grundgesetz“ und Umsetzungsgesetz von WpD-RL,
MiFID I & II — **1240**
 - II. WpHG und Kapitalmarktrecht — **1261**
 - III. Regelungs- und Auslegungsziele (mit ökonomischer Theorie) — **1268**
 - IV. Räumlicher Anwendungsbereich — **1273**
- B. Gegenstand und Anwendungsbereich (Abschnitt 1: §§ 1–5 WpHG) — **1273**
 - I. § 1 WpHG: Gegenstand und Anwendungsbereich — **1279**
 - II. § 2 WpHG: Kernbegriffe — **1286**
 - III. § 3 WpHG: Ausnahmen vom Anwendungsbereich — **1321**
 - IV. §§ 4, 5 WpHG: Wahl und Veröffentlichung des Herkunfts-
mitgliedstaates — **1326**
- C. Weitere Materien (§§ 6–62 WpHG) — **1326**
 - I. Allgemeine Aufsicht (Abschnitt 2: §§ 6–24 WpHG) — **1326**
 - II. Marktmissbrauchsüberwachung (Abschnitt 3: §§ 25–28 WpHG),
Aufsicht über Ratingagenturen und OTC-Derivate (EMIR)
(Abschnitte 4 und 5: §§ 29, 30–32 WpHG) — **1327**
 - III. Beteiligungstransparenz (Abschnitt 6: §§ 33–47 WpHG) – Verweis — **1328**

- IV. Informationen zur Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren (Abschnitt 7: §§ 48–52 WpHG) — **1328**
- V. Aufsicht über Leerverkäufe (Abschnitt 8: § 53 WpHG) — **1328**
- VI. Positionslimits (Abschnitt 9: §§ 54–57 WpHG) — **1328**
- VII. Organisationspflichten von Datenbereitstellungsdiensten (Abschnitt 10: §§ 58–62 WpHG) — **1328**
- D. Wohlverhaltensregeln I – Informationspflichtenregime (Abschnitt 11: §§ 63–66 WpHG – ex-§ 31 WpHG) — **1328**
 - I. Transparenz-, Verhaltens- und Organisationspflichten (Abschnitt 11) als Herz der WpHG-Regulierung – die Transparenzpflichten im Besonderen — **1337**
 - II. Sorgfalts- und Interessenwahrungspflicht (§ 63 Abs. 1 WpHG – ex-§ 31 Abs. 1 Nr. 1) — **1343**
 - III. Verhaltensregeln zu Interessenkonflikten (§ 63 Abs. 2 WpHG – ex-§ 31 Abs. 1 Nr. 2) — **1348**
 - IV. Spezifische Pflichten zur strikten Kundeninteressenwahrung (§ 63 Abs. 3–5 WpHG) — **1354**
 - V. Allgemeines Transparenzgebot – insbesondere bei Werbeaussagen und Empfehlungen (§ 63 Abs. 6 und 8 WpHG – ex-§ 31 Abs. 2) — **1357**
 - VI. *Standardisierte* Informationspflichten (§§ 63 Abs. 7, 8 und 64 Abs. 1, 2 WpHG, EU-PRIP-VO – ex-§ 31 Abs. 3, 3a, 4b) — **1360**
 - VII. Schranken bei der Bündelung von Dienstleistungen (§ 63 Abs. 9 WpHG) — **1369**
 - VIII. *Individuelle* Informations(-erhebungs- und abgabe-)pflichten (§§ 63 Abs. 10, 11 und 64 Abs. 3, 4 WpHG – ex-§ 31 Abs. 4, 4a, 5 sowie 6–7) — **1370**
 - IX. Weitere Transparenz- und Verhaltensanforderungen bei Honoraranlageberatung und Finanzportfolioverwaltung (§§ 64 Abs. 5–8 WpHG – ex-§ 31 Abs. 4c–4d) — **1384**
 - X. Nachhandelsinformation (§ 63 Abs. 12 WpHG – ex-§ 31 Abs. 8) — **1389**
 - XI. Sanktionen und Ansprüche — **1389**
 - XII. Annex I: Selbstauskunft bei Vertragsvermittlung über Vermögensanlagen und Sonderformen Wertpapiere (§§ 65, 65a WpHG – ex-§ 31 Abs. 5a) — **1392**
 - XIII. Annex II: Ausnahmen (§ 66 WpHG) — **1393**
- E. Wohlverhaltensregeln II – Sonstiges Regime (Abschnitt 11: §§ 67–71 WpHG, ex-§§ 31a–31e WpHG) — **1394**
 - I. § 67, 68 WpHG (ex-§ 31a, 31b): Kunden, Kundengruppen, geeignete Gegenparteien — **1394**
 - II. § 69 WpHG (ex-§ 31c): Ordnungsmäßige Bearbeitung von Kundenaufträgen — **1399**
 - III. § 70 WpHG (ex-§ 31d): Vergütung und Zuwendungen (Inducements) — **1402**
 - IV. § 71 WpHG (ex § 31e): Weiterreichung von Aufträgen und Verantwortlichkeit — **1413**
 - V. Anhang: Wohlverhaltensregeln III (organisationsbezogen), Recht der Marktbetreiber sowie weitere Aufsichtsregeln (Abschnitt 11: §§ 72–96 WpHG, ex-§§ 31f–37 WpHG) – Verweis — **1414**

- F. Haftungsrecht (mit Abschnitt 12: §§ 97–98 WpHG, ex-§§ 37b, 37c WpHG) — **1414**
 - I. Überblick und Parallelität der beiden Normen — **1415**
 - II. Anwendungsbereich, Tatbestand und Haftungsverhältnis (Abs. 1) — **1417**
 - III. Haftungsmodalitäten (Abs. 2–5) — **1420**
 - IV. Annex: Haftung für den Verstoß gegen Wohlverhaltensregeln — **1424**
- G. Finanztermingeschäfte, Schiedsvereinbarungen, Drittstaatsmärkte, Überwachung von Unternehmensabschlüssen und Veröffentlichung von Finanzberichten (Abschnitte 13–16: §§ 99–118 WpHG, ex-§§ 37e bis 37z WpHG) — **1429**
 - I. §§ 99, 100 WpHG (ex-§ 37e, 37g WpHG): Finanztermingeschäfte (Überblick) — **1429**
 - II. § 101 WpHG (ex-§ 37h WpHG): Schiedsvereinbarungen (Überblick) — **1435**
 - III. Drittstaatsmärkte (Abschnitt 15: §§ 102–105 WpHG) — **1436**
 - IV. Überwachung von Unternehmensabschlüssen und Veröffentlichung von Finanzberichten (Abschnitt 16: §§ 106–113 und 114–118 WpHG) – Verweis — **1436**
- H. Straf- und Ordnungswidrigkeitsrecht (Abschnitt 17: §§ 119–126 WpHG, ex-38–40b WpHG) und Übergangsrecht (Abschnitt 18: §§ 127–139 WpHG, ex-§§ 41–51 WpHG) — **1436**
 - I. Zweck des Sanktionsregimes und Entwicklung der EG/EU-Richtlinien — **1437**
 - II. § 119 WpHG (ex-§ 38): Strafbarkeit von Marktmissbrauch — **1438**
 - III. Strafbarkeit nach anderen Normen (insbesondere Insiderhandel) — **1443**
 - IV. Annex: Zivilrechtliche Sanktionierung von Insider- und Marktmanipulationsverboten — **1444**
 - V. §§ 120–126 WpHG (ex-§§ 39–40b): Ordnungswidrigkeitenrecht und Sanktionspublizität (Überblick) — **1445**
 - VI. §§ 127–139 WpHG (ex-§§ 41–48 WpHG): Übergangsrecht — **1447**

ZWEITER ABSCHNITT

Depotgesetz (mit flankierenden Verordnungen)

(Überblick) — **1447**

- I. Depotgesetz – Entwicklung und allgemeine Vorschriften (§ 1 DepotG) — **1451**
- II. Verwahrung: Formen, Rechte und Ansprüche, Wirksamkeitsregeln (§§ 2–17a) — **1458**
- III. Verfügung über verwahrte Instrumente (Einkaufskommission und Eigenhandel für den Kunden, §§ 18–31 DepotG) — **1485**
- IV. Insolvenzrecht, Straf- und Schlussbestimmungen (§§ 32–43 DepotG) — **1496**

Sachregister — **1503**

Abkürzungsverzeichnis

aA	anderer Ansicht
aaO	am angegebenen Ort
abl.	ablehnend
ABl.	Amtsblatt
ablehn.	ablehnend
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
abw.	abweichend
AcP	Archiv für civilistische Praxis
aE	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	1. Amtsgericht 2. Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGG	Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz
AIF	Alternativer Investmentfonds
AktG	Aktiengesetz
Aktz.	Aktenzeichen
allg.	allgemein
allgM	allgemeine Meinung
a.M.	andere(r) Meinung
amtl.	amtlich(e)
amtl. Begr.	Amtliche Begründung
Anh.	Anhang
Anl.	Anleitung
Anm.	Anmerkung(en)
AO	Abgabenordnung
AÖR	Archiv des öffentlichen Rechts
AP	Arbeitsrechtliche Praxis
ArbG	Arbeitsgericht
ArbGG	Arbeitsgerichtsgesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausf.	ausführlich
AV	Ausführungsverordnung
AWD	Allgemeiner Wirtschaftsdienst
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAnz	Bundesanzeiger
Basel I	Ausschuss für Bankenbestimmungen und -überwachung: Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen (1988)
Basel II	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht: Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen, überarbeitete Rahmenvereinbarung (2004)
Basel III	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht: Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähige Banken und Bankensysteme (2010)
BauspG	Gesetz über Bausparkassen
BayObLG	Bayerisches Oberlandesgericht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BB	Der Betriebs-Berater
BBG; BBAnkG	Gesetz über die deutsche Bundesbank
Bd.	Band

Abkürzungsverzeichnis

BdB	Bundesverband deutscher Banken e. V.
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
Bek. v.	Bekanntmachung vom
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluss
BeurkG	Beurkundungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofes
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch vom 18.8.1896
BGBL.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHR	BGH-Rechtsprechung, hrsg. von den Richtern des Bundesgerichtshofes
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bl.	Blatt
BMJ	Bundesministeriums der Justiz
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsZuV	Börsenzulassungs-Verordnung; Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
BRRD-Richtlinie	Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapieren; ABl. EU L 173 v. 12.6.2014
BSpKG	Gesetz über Bausparkassen
BStBl	Bundessteuerblatt
BT	Bundestag
BT-Drucks., BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BuB	Bankrecht und Bankpraxis, hrsg. v. Hellner/Steuer/Piekenbrock/Siegmann/Höche, Loseblatt-Sammlung, Köln
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CaR	Credit at Risk
CD	Certificate of Deposit
CDS	Credit Default Swap(s)
cic	culpa in contrahendo
CISG	United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods, UN-Kaufrecht
CRD IV	Capital Requirements Directive IV; Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABl. EU L 176 v. 27.6.2013
CRDIVAnpV	Verordnung zur Anpassung von aufsichtsrechtlichen Verordnungen an das CRD IV-Umsetzungsgesetz
CRR	Capital Requirements Regulation; Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kredit-

	institute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 6486/2012; ABl. EU L 321 v. 30.11.2013
CRR-Kreditinstitute	Kreditinstitute, die (ggf. auch allein) das Einlagen- und das Kreditgeschäft betreiben (früher Einlagenkreditinstitute)
DAV	Deutscher Anwaltsverein
DepG	Depotgesetz; Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren
ders.	derselbe
DB	Der Betrieb
DepG	Depotgesetz; Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren
DGS	Depot Guarantee Scheme (Einlagensicherungssystem)
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe(n)
DIHT	Deutscher Industrie- und Handelstag
Dipl.	Diplom
Diss	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DNotZ	Deutsche Notarzeitung
DR	Deutsches Recht
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DVBl	Deutsches Verwaltungsblatt (Zeitschrift)
DVO	Durchführungsverordnung
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
E	Entscheidung
EABG	Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz
EBA	European Banking Authority (Europäische Bankenaufsichtsbehörde)
EBJS	Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EFSF	European Financial Stability Facility (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität)
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EGHGB	Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
ehem.	ehemalige
Einl.	Einleitung
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge)
Entsch.	Entscheidung
ErbStG	Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz
E-Register	elektronisches Register
Erl.	Erläuterung
ESA	European Supervisory Authorities
ESFS	European System of Financial Supervision (Europäisches Finanzaufsichtssystem)
ESM	European Stability Mechanism (Europäischer Stabilitätsmechanismus)
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)
ESTG	Einkommenssteuergesetz
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
et al.	Et alii (und andere)
etc.	Et cetera
EU	Europäische Union
EUFAAnpG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2010/78/EU vom 24. November 2010 im Hinblick auf die Einrichtung des Europäischen Finanzaufsichtssystems
EuGH	Europäischer Gerichtshof

Abkürzungsverzeichnis

EuGHE	Entscheidungen des Europäischen Gerichtshofs
EuG	Europäisches Gericht Erster Instanz
EuGVVO	Verfahrensverordnung des Europäischen Gerichts Erster Instanz vom 1.3.2002
EuGVÜ	Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen, vom 27.9.1968, seit dem 1.3.2002 weitgehend durch die EuGVVO ersetzt
EuInsVO	Europäische Insolvenzverordnung
EuZVO	Europäische Zustellungsverordnung
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
EuroEG	Euro- Einführungsgesetz
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWIV	Europäische wirtschaftliche Interessenvereinigung
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	1. Europäisches Währungssystem 2. Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EV	1. Eigentumsvorbehalt 2. Einführungsverordnung
EzA	Entscheidungssammlung zum Arbeitsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FamFG	Familienverfahrensgesetz
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
FG	Finanzgericht
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz; Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMSStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz v. 17.10.2008 (BGBl. I S. 1982)
Fn	Fußnote
FRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 16.7.2007
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board (Rat für Finanzstabilität)
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
GenG	Genossenschaftsgesetz
GewO	Gewerbeordnung
GesRZ	Der Gesellschafter
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GK	Großkommentar
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GroMiKV	Großkredit- und Millionenkreditverordnung; Verordnung über die Erfassung, Bemessung, Gewichtung und Anzeige von Krediten im Bereich der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften des Kreditwesengesetzes
Großkreditrichtlinie	EG-Richtlinie für die Überwachung und Kontrolle der Großkredite von Kreditinstituten
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GRUR-RR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht/Rechtsprechungsreport
GV	Gebührenverzeichnis
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz

GVO	Gerichtsvollzieherordnung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
hA	herrschende Ansicht
Halbbd.	Halbband
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HK	Handelskammer
hL	herrschende Lehre
hM	herrschende Meinung
HRR	Höchstrichterliche Rechtsprechung
Hrsg., hrsg.	Herausgeber, herausgegeben
Hs./Hs	Halbsatz
IAS	IASC Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
ICC	International Chamber of Commerce
idF	in der Fassung
idR	in der Regel
idS	in diesem Sinne
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
ie	id est
iE	im Einzelnen
i.E.	im Ergebnis
ieS	in engerem Sinne
IFRC	International Financial Reportings Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IHR	Internationales Handelsrecht
iHv	in Höhe von
insbes.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
IPRsp.	Die Deutsche Rechtsprechung auf dem Gebiet des internationalen Privatrechts
iRd	im Rahmen des
iS	im Sinne
iSd	im Sinne des/der
ISDA	International Swaps and Derivatives Association, Inc.
iSv	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
IZPR	Das Internationale Zivilprozess
JA	Juristische Arbeitsblätter
jew.	jeweils
JR	Juristische Rundschau
JURA	Juristische Ausbildung
JuS	Juristische Schulung
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	Juristenzeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch

Abkürzungsverzeichnis

Kapitaladäquanzrichtlinie	Richtlinie 2006/49/EG v. 14.6.2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, ABl. EU 177/201 v. 30.6.2006
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
Kfz	Kraftfahrzeug
KG	1. Kammergericht 2. Kommanditgesellschaft
KMU	Kleines oder mittelständisches Unternehmen
KO	Konkursordnung
KOM	Kommissionsdokumente
krit.	kritisch
KTS	Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen
KWG	Kreditwesengesetz; Gesetz über das Kreditwesen
LAG	Landesarbeitsgericht
LG	Landgericht
lit.	litera
LM	Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofes, hrsg. v. Lindemaier
LS	Leitsatz
Ltd.	Private Company Limited by Shares
LVA	Landesversicherungsanstalt
LZ	Leipziger Zeitschrift für Deutsches Recht
m.	mit
M.	Meinung
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement, Rundschreiben der BaFin 10/2012 (BA) v. 14.12.2012
MarkenG	Markengesetz
MaSan	Mindestanforderung an die Ausgestaltung von Sanierungsplänen, Rundschreiben der BaFin 3/2014 (BA) v. 25.4.2014
m.a.W.	mit anderen Worten
m. Bespr.	mit Besprechung
m.E.	meines Erachtens
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive; Richtlinie 2004/39/EG v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EG L 145/1 v. 30.4.2004
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl. EU L 173/349 v. 12.6.2014
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation; Verordnung (EU) Nr. 600/2014 v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU L 173/84 v. 12.6.2014
Mio.	Millionen
MittBayNot	Mitteilungen der Bayerischen Notarkammer
mN	mit Nachweisen
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
Mrd.	Milliarde
MünchKomm	Münchener Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen; mit weiteren Nennungen
Nachw.	Nachweise
n.F.	neue Fassung
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift, Rechtssprechungsreport
NotBZ	Zeitschrift für die notarielle Beurkundungspraxis

Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
n.v.	nicht veröffentlicht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NWB	NWB Steuer- und Wirtschaftsrecht (bis 2008: Neue Wirtschafts-Briefe für Steuer- und Wirtschaftsrecht)
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeits- und Sozialrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
NZM	Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht
o.	oben
o.ä.	oder ähnliches
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv (Zeitschrift)
OGA	Organismus für Gemeinsame Anlagen
OGAW	Organismus für Gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
OLGR	OLG-Report: Zivilrechtsprechung der Oberlandesgerichte
OTC	Over The Counter
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PfandBG; PfandbriefG	Pfandbriefgesetz
PflegeVG	Pflege-Versicherungsgesetz
RebelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RAG	Reichsarbeitsgericht
RBerG	Rechtsberatungsgesetz
RdA	Recht der Arbeit
Rdsch.	Rundschau
RdW	Das Recht der Wirtschaft
RefE	Referentenentwurf
RegBegr.	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
RG	1. Reichsgericht 2. Reichsgesetz
RGSt	Entscheidungen des Reichsgerichts in Strafsachen
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift
Rn	Randnummer
ROHGE	Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts
Rpfleger	Rechtspfleger
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
RUF	Revolving Underwriting Facility
RuS	Recht und Schaden
RVO	Rechtsverordnung
Rz	Randziffer
s.	siehe
S.	Seite
s.a.	siehe auch
SAE	Sammlung arbeitsgerichtlicher Entscheidungen
ScheckG	Scheckgesetz vom 14.8.1933

Abkürzungsverzeichnis

SE	Societas Europaea – Europäische Gesellschaft
SGB	Sozialgesetzbuch
SIFI	Systemically Important Financial Institutions
Slg.	Sammlung
sog.	Sogenannt
SolvV	Solvabilitätsverordnung, Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding Gruppen
SRM	Single Resolution Mechanism, Einheitlicher Abwicklungsmechanismus
SRM-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014 zur Festlegung einheitlicher Vorschriften ... im Rahmen eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus. ABl. EU 2014 L 225/1
SSM	Single Supervisory Mechanism, Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
SSM-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15.10.2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank, ABl. EU L 287 v. 29.10.2013
st.	ständige
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
Stgb	Die Steuerberatung
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
str.	streitig
StuB	Zeitschrift für das Steuerrecht und die Rechnungslegung der Unternehmen
StuW	Steuer und Wirtschaft
s.u.	siehe unten
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
Tz	Teilziffer
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem; und andere
u.ä.	und ähnliches
UG	Unternehmergesellschaft
umf.	umfassend
UmwG	Umwandlungsgesetz
unstr.	unstrittig
Unterabs.	Unterabsatz
UrhG	Urheberrechtsgesetz
Urt.	Urteil
usf.	und so fort
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
u.U.	unter Umständen
v.	von/vom
Verf.	Verfasser
VerkprospG	Verkaufsprospektgesetz
vgl.	Vergleiche
v.H.	von Hundert
VO	Verordnung
Vol.	Volume
Voraufkl.	Vorauslage
Vorb.	Vorbemerkung
VVG	Gesetz über den Versicherungsvertrag
VW	Versicherungswirtschaft
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz

WechselG	Wechselgesetz
WG	Wechselgesetz
Wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	1. Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift) 2. Wohnwirtschaft und Mietrecht
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPO	Gesetz über eine Berufsordnung der Wirtschaftsprüfer. (Wirtschaftsprüferordnung)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
WuW-E	Wirtschaft und Wettbewerb, Entscheidungen zum Kartellrecht
Z	(in Zusammenhängen) Zeitschrift, Zeitung, Zentralblatt
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZErB	Zeitschrift für die Steuer- und Erbrechtspraxis
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEV	Zeitschrift für Erbrechts- und Vermögensnachfolge
ZfA	Zeitschrift für Arbeitsrecht
ZfBF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfGK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZR	Zivilrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZS	Zivilsenat
ZSR	1. Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2. Zeitschrift für Sozialrecht
z.T.	zum Teil
zust.	zustimmend
zutr.	zutreffend
ZVersWiss	Zeitschrift für Versicherungswissenschaft
ZVertriebsR	Zeitschrift für Vertriebsrecht
ZVglRWi(ss)	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Verzeichnis der abgekürzt zitierten Literatur

Soweit andere als im nachfolgenden Verzeichnis angegebene Auflagen zitiert werden, sind diese mit einer hochgestellten Ziffer gekennzeichnet.

- AnwKommBGB/*Bearbeiter* Dauner-Lieb/Heidel/Ring (Hrsg.), *AnwKommBGB*, 5 Bd., Bonn, 2005 ff.
- Assmann/Schneider/
Mülbart/*Bearbeiter* Assmann/Schneider/Mülbart (Hrsg.), *Wertpapierhandelsrecht – Kommentar – WpHG, MAR, PRIIP, MiFIR, Leerverkaufs-VO, EMIR*, Köln, 7. Aufl. 2019
- Assmann/Schütze/*Bearbeiter* Assmann/Schütze (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München, 3. Aufl. 2007
- Assmann/Schütze/
Buck-Heeb/*Bearbeiter* Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München, 4. Aufl. 2020
- Bamberger/Roth/*Bearbeiter* Bamberger/Roth/Hau/Poseck, *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 5 Bd., München, 4. Aufl. 2019
- BankR-HdB/*Bearbeiter* Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.) *Bankrechtshandbuch*, 5. Aufl. 2017
- Baumbach/Hefermehl/
Casper/*Bearbeiter* Baumbach/Hefermehl/Casper, *Wechselgesetz, Scheckgesetz, Recht der kartengestützten Zahlungen: WG*
- WechselG u. ScheckG ScheckG, *Kartengestützte Zahlungen*, München, 23. Aufl. 2008
- Baumbach/Hueck/
Bearbeiter GmbHG Baumbach/Hueck, *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG*, München, 22. Aufl. 2019
- Baumbach/Hopt/*Bearbeiter* Baumbach/Hopt, *Handelsgesetzbuch*, München, 39. Aufl. 2020
- Baumbach/Lauterbach/
Hartmann/*Bearbeiter* Baumbach/Lauterbach/Hartmann/Anders/Gehle, *Zivilprozessordnung ZPO*, München, 78. Aufl. 2020
- BeckRS Beck Rechtsprechung
- Bohnert OWiG Bohnert, *OWiG, Kommentar zum Ordnungswidrigkeitenrecht*, München, 3. Aufl. 2010
- Bokelmann *Firmenrecht* Das Recht der Firmen- und Geschäftsbezeichnungen, Freiburg, 5. Aufl. 2000
- Boos/Fischer/Schulte-
Mattler/*Bearbeiter* KWG Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), *KWG, CRR-VO: Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften*, 5. Aufl. 2016
- Braun, InsO Braun (Hrsg.), *Insolvenzordnung: Insolvenzordnung (InsO)*, München, 8. Aufl. 2020
zitiert: *Bearbeiter* in: Braun, *InsO*
- Canaris *Bankvertragsrecht* Canaris, Claus-Wilhelm, *Bankvertragsrecht*, 2. Aufl. 1981 (1. Teilband 3. Aufl. 1988)
- Canaris *Handelsrecht* Canaris, Claus-Wilhelm, *Handelsrecht*, München, 24. Aufl. 2006
- Canaris *Vertrauenshaftung* Canaris, Claus-Wilhelm, *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*, München 1971
- Derleder/Knops/Bamberger Derleder, Peter/Knops, Kai-Oliver/Bamberger, Heinz Georg, *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, Berlin, 3. Aufl. 2017
- Ebenroth/Boujong/Joost/
Strohn/*Bearbeiter*; EBJS Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn (Hrsg.), *Handelsgesetzbuch: HGB, Band 1 §§ 1–342e, München, 3. Aufl. 2014, Band 2 §§ 343–475h, München, 3. Aufl. 2015*
- Erman/*Bearbeiter* Erman, *BGB, Kommentar*, Köln, 15. Aufl. 2017
- FK-InsO/*Bearbeiter* Wimmer (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, 9. Aufl. 2018
- Fülbier/Aepfelbach/Langweg *Fülbier/Aepfelbach/Langweg, GWG – Kommentar zum Geldwäschegesetz*, 5. Aufl. 2006
- Gortsos *Single Supervisory Mechanism* Gortsos, *The Single Supervisory Mechanism (SSM) – Legal aspects of the first pillar of the European Banking Union*, 2015
- Grabitz/Hilf/Nettesheim/
Bearbeiter Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), *Das Recht der Europäischen Union: EUV/AEUV, Loseblattausgabe*, 69. Ergänzungslieferung (Stand: 12/2020)
- Groß *Kapitalmarktrecht* Groß, *Kapitalmarktrecht*, München, 7. Aufl. 2020
- Großkommentar AktG/
Bearbeiter Hopt/Wiedemann (Hrsg.), *Aktiengesetz Großkommentar*, Berlin, 4. Aufl. 1992ff.
- Großkommentar AktG/
Bearbeiter Hirte/Mülbart/Roth (Hrsg.), *Aktiengesetz Großkommentar*, Berlin, 5. Aufl. 2017 ff.
- GroßkommHGB/*Bearbeiter* Staub, Hermann, *Handelsgesetzbuch: Großkommentar*, Berlin, 5. Aufl. 2008 ff.

Verzeichnis der abgekürzt zitierten Literatur

- Grüll/Janert Die Konkurrenz-
klausel
Grüll/Janert, Die Konkurrenzklause, Heidelberg, 5. Aufl. 1993
- Grundmann EG-Schuld-
vertragsrecht
Grundmann, Europäisches Schuldvertragsrecht – das Europäische Recht der Unternehmensgeschäfte (nebst Texten und Materialien zur Rechtsangleichung), 1999
- Grundmann Europäisches
Gesellschaftsrecht
Grundmann Europäisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2011
- Grundmann Treuhandvertrag
Habersack/Verse
Grundmann, Der Treuhandvertrag – insbesondere die werbende Treuhand, 1997
Habersack/Verse, Europäisches Gesellschaftsrecht, München, 5. Aufl. 2019
- Hartmann-Wendels/Pfingsten/
Weber Bankbetriebslehre
Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber, Bankbetriebslehre, 7. Aufl. 2019
- Heymann/Bearbeiter HGB
Horn (Hrsg.), Heymann, Handelsgesetzbuch (ohne Seerecht), Kommentar, 4 Bd., Berlin, 2. Aufl. 1995 ff.
- HK-HGB
Glanegger/Kirnberger/Kusterer u.a., Heidelberger Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Heidelberg, 7. Aufl. 2007, zitiert: *Bearbeiter* HK-HGB
- Hüffer/Koch AktG
Hüffer/Koch, Aktiengesetz, München, 14. Auflage 2020
- KölnKomm-AktG/Bearbeiter
Zöllner/Noack (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Köln, 3. Aufl. 2004 ff.
- Kümpel/Mülbert/Früh/
Seyfried/Bearbeiter
Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln, 5. Auflage 2020
- Kapitalmarktrecht
Lackhoff Single Supervisory
Mechanism
Lackhoff, Single Supervisory Mechanism – A Practitioner’s Guide, München/Oxford/ Baden-Baden 2017
- Lutter/Bearbeiter UmwG
Lutter (Hrsg.), Umwandlungsgesetz (UmwG), 2 Bd., Köln, 6. Aufl. 2019
- Lutter/Hommelhoff/
Bearbeiter GmbHG
Lutter/Hommelhoff, GmbH-Gesetz, Köln, 20. Aufl. 2020
- Luz/Neus/Schaber/
Schneider/Wagner/
Weber KWG und CRR
Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber (Hrsg.), KWG und CRR: Kommentar zu KWG, CRR, SolvV, WuSolvV, GroMiKV, LiqV und weiteren aufsichtsrechtlichen Vorschriften, 3. Aufl. 2015
- Martinek/Stoffels/Wimmer-
Leonhardt/Bearbeiter
Martinek, Michael / Michael Stoffels / Markus Wimmer-Leonhardt (Hrsg.), Handbuch des Leasingrechts, München, 2. Aufl. 2008
- Medicus/Petersen
Medicus, Dieter/Petersen, Jens, Bürgerliches Recht, München, 27. Aufl. 2019
- MünchHdbGesR/Bearbeiter
Leible/Reichert (Hrsg.) Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 6 Bd., München, 4. Aufl. 2013
- MünchKommAktG/Bearbeiter
Goette/Habersack/Kalss (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl., München 2019 ff.
- MünchKommBGB/Bearbeiter
Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, München, 8. Aufl. 2018 ff.
- MünchKommBilR/Bearbeiter
Hennrichs/Kleindiek/Watrin (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bilanzrecht, Band 1 IFRS, München 2014
- MünchKommHGB/Bearbeiter
Schmidt, Karsten (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch: HGB, München, 4. Aufl. 2018 ff.
- MünchKommInsO/Bearbeiter
Stürner/Eidenmüller/Schoppmeyer (Hrsg.), Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, 3 Bd., München, 4. Aufl. 2020
- MünchKommZPO/Bearbeiter
Krüger/Rauscher (Hrsg.), Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung, 4 Bd., München, 6. Aufl. 2020
- Oetker/Bearbeiter
HGB, Kommentar, München, 6. Aufl. 2019
- Palandt/Bearbeiter
Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch: BGB, München, 79. Aufl. 2020
- Reithmann/Martiny/
Bearbeiter
Reithmann/Martiny (Hrsg.), Internationales Vertragsrecht Internationales Vertragsrecht, Köln, 8. Aufl. 2015
- RGRK/Bearbeiter BGB
Das Bürgerliche Gesetzbuch mit besonderer Berücksichtigung der Rechtsprechung des Reichsgerichts und des Bundesgerichtshofes, Berlin, 12. Aufl. 1975–1999
- Röhricht/v. Westphalen/
Haas/Bearbeiter
Röhricht/Westphalen/Haas (Hrsg.), Handelsgesetzbuch: HGB, Kommentar zu Handelsstand, Handelsgesellschaften, Handelsgeschäften und besonderen Handelsverträgen (ohne Bilanz-, Transport- und Seerecht), Köln, 5. Aufl. 2019
- Roth/Altmeppen
GmbHG-Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Kommentar, München, 9. Aufl. 2019

- Rowedder/Schmidt-Leithoff/
Bearbeiter GmbHG Rowedder/Schmidt-Leithoff (Hrsg.), Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG, München, 6. Aufl. 2017
- Schlegelberger/*Bearbeiter* Schlegelberger/Geßler, Handelsgesetzbuch Kommentar, München, 5. Aufl. 1973
- K. Schmidt Gesellschaftsrecht Schmidt, Karsten, Gesellschaftsrecht, Köln, 4. Aufl. 2002
- K. Schmidt Handelsrecht Schmidt, Karsten, Handelsrecht, Köln, 6. Aufl. 2014
- K. Schmidt/Lutter AktG Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus, Kommentar zum Aktiengesetz, Köln, 3. Aufl. 2015
- Scholz/*Bearbeiter* GmbHG Scholz (Hrsg.), Kommentar zum GmbHG, 3 Bd., Köln, 12. Aufl. 2018 ff.
- Schwark/Zimmer/*Bearbeiter* Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, München, 5. Aufl. 2020
- Soergel/*Bearbeiter* Soergel/Siebert (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Stuttgart, 13. Aufl. 2001 ff.
- Spindler/Stilz/*Bearbeiter* AktG Spindler/Stilz (Hrsg.), Aktiengesetz, Kommentar, 2 Bd., München, 4. Aufl. 2019
- Staub ADHGB Staub, Hermann: Kommentar zum Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch, Berlin, 5. Aufl. 1897
- Staub/*Bearbeiter* Staub, Großkommentar zum Handelsgesetzbuch, HGB, Berlin, 1.–15. Aufl.; 5. Aufl. neuer Zählung Canaris/Habersack/Schäfer (Hrsg.), Berlin 2008 ff.
- Staudinger/*Bearbeiter* J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, 13. Bearbeitung, Berlin 1993 ff.
- Thiele Finanzaufsicht Thiele, Finanzaufsicht – Der Staat und die Finanzmärkte, Tübingen 2014
- Uhlenbruck/*Bearbeiter* Uhlenbruck/, heute Hirte/Vallender (Hrsg.), Insolvenzordnung: InsO, Kommentar, München, 15. Aufl. 2020
- Ulmer/Brandner/Hensen/
Bearbeiter AGB-Recht Ulmer/Brandner/Hensen (Hrsg.), AGB-Recht Kommentar, Köln, 12. Aufl. 2016
- Ulmer/Habersack Ulmer/Habersack, Verbraucherkreditgesetz, München, 2. Aufl. 1995
- Ulmer/Habersack/Löbbecke/
Bearbeiter GmbHG Ulmer/Habersack/Löbbecke (Hrsg.), GmbHG-Gesetz, Kommentar, 3 Bd., Tübingen, 2. Aufl. 2016 ff.
- von Godin/Wilhelmi Aktiengesetz, Kommentar, Berlin, 4. Aufl. 1971
- Vortmann Aufklärungspflichten Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, 12. Aufl. 2018

FÜNFTER TEIL

Gesamtsystem Investment Banking

Funktionen, Strukturen, Regelungsregime

Übersicht

1. Abschnitt: Funktionen	III. Anlageinstrumente — 79
I. Investment Banking, Kapitalmarktrecht, Privatrecht – Heranführung — 1	IV. Regelungsinstrumente – Verweis — 92
II. Funktionen von Kapitalmärkten — 7	V. Regulierungs- und Aufsichtsagenturen — 93
III. Funktionen von Investment Banking — 18	3. Abschnitt: Regelungsrahmen
IV. Funktionen des Regelungsrahmens – Regelungsziele — 29	I. Regelungsregime und -entwicklung – Europäisches und Deutsches Recht — 97
2. Abschnitt: Infrastruktur	II. Auslegungs- und Anwendungsfragen mit spezifischem Bezug zum Investment Banking — 135
I. Kapitalmarktakteure: Intermediäre und Marktbetreiber — 41	
II. Kapitalmärkte, Primär- und Sekundärmärkte, Kapitalmarktsegmente — 55	

ERSTER ABSCHNITT

Funktionen

Schrifttum

(vgl. auch Schrifttum zu Teil 1 Vor Rn 1)

1. Zu den Funktionen von Kapitalmärkten und Investment Banking (Auswahl)

a) Monographien, Sammelbände, Kommentare: *Achleitner* Handbuch Investment Banking, 3. Aufl. 2002; *Admati/Hellwig* The Bankers' New Clothes – What's Wrong with Banking and What to Do about it, 2013; *Adrian/Heidron* Der Bankbetrieb, 15. Aufl. 2012; *Avgouleas* Governance of Global Financial Markets. The Law, The Economics, The Politics, 2000; *Berger/Molyneux/Wilson* (Hrsg.) The Oxford Handbook of Banking, 3. Aufl. 2019; *Cox/Hillman/Langevoort* Securities Regulation – Cases and Materials, 9. Aufl. 2019; *Crane/Froot/Mason/Perold/Merton/Bodie/Sirri/Tufano* The global financial system: a functional perspective, 1995; *Eilenberger* Bankbetriebswirtschaftslehre: Grundlagen – Internationale Bankleistungen – Bank-Management, 8. Aufl. 2012; *Fabozzi/Peterson/Drake* Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, 2009; *Fleuriet* Investment banking explained – an insider's guide to the industry, 2. Aufl. 2019; *Forschner* Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht, 2013; *Greenbaum/Thakor* Contemporary Financial Intermediation, 2007; *Grill/Perczynski* Wirtschaftslehre des Kreditwesens (Schülerband), 53. Aufl. 2019; *Hacker* Verhaltensökonomik und Normativität. Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen, 2017; *Hagenmüller/Diepen* Der Bankbetrieb, 11. Aufl. 2013; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* Bankbetriebslehre, 7. Aufl. 2019; *Ianotta* Investment Banking – a Guide to underwriting and advisory services, 2010; *Klöhn* Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance – eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, 2006; *Lastra* International Financial and Monetary Law, 2. Aufl. 2015; *Liaw* The Business of Investment Banking – a comprehensive overview, 3. Aufl. 2012; *Matthews/Mishkin/Giuliodori* Economics of Money, Banking and Financial Markets: European Edition, 2013; *Morrison/Wilhelm Jr.* Investment Banking. Institutions, Politics, and Law, revised edition 2008; *Peppmeier* Bankbetriebslehre, 11. Aufl. 2016; *Posner/Scott* (Hrsg.) Economics of Corporation Law and Securities Regulation, 1980; *Rechtschaffen* Capital Markets, Derivatives, and the Law: Positivity and Preparation, 3. Aufl. 2019; *Roe* Strong managers, weak owners – the Political Roots of American Corporate Finance, 1994; *Saunders/Cornett* Financial Markets and Institutions, 7. Aufl. 2018; *Schoenmaker* Governance of International Banking – the Financial Trilemma, 2013; *Stahl* Information Overload am Kapitalmarkt – eine verhaltensorientierte Untersuchung der Notwendigkeit und der Möglichkeiten zur Deregulierung der Informationspflichten des WpHG, 2013; *Seligman/Paredes/Loss* Fundamentals of Securities Regulation, 7. Aufl. 2018; *Steinberg* Securities Regulation, 7. Aufl. 2017; *Stowell* Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, 3. Aufl. 2018.

b) Aufsätze und Beiträge: *Adrian/Ashcraft* Shadow Banking – a review of the literature, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics – Online Edition*, 2012 (identisch 2020); *Akerlof* The ‚Market for Lemons‘ – Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 *The Quarterly Journal of Economics* 488 (1970); *Allen* Stock markets and resource allocation, in: Mayer/Vives (Hrsg.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, 1993, S. 81; *Allen/Carletti/Gu* The roles of banks in financial systems, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.) *The Oxford Handbook of Banking*, 3. Aufl. 2019, S. 37; *Allen/Carletti/Qian/Valenzuela* Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.) *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 2A, 2013, S. 759; *Allen/Gale* Financial fragility, liquidity, and asset prices, 2 *Journal of the European Economic Association* 1015 (2004); *Allen/Santomero* The Theory of Financial Intermediation, 21 *Journal of Banking and Finance* 1461 (1998); *Barberis/Thaler* A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.) *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053; *Beckemper* Das Rechtsgut „Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte“, *ZIS* 2011, 318; *Berger/Molyneux/Wilson* Banking: A Decade On From The Global Financial Crisis, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.) *The Oxford Handbook of Banking*, 3. Aufl. 2019, S. 1; *Bhattacharya/Thakor* Contemporary Banking Theory, 3 *Journal of Financial Intermediation* 2 (1993); *Bloomfield* Behavioral finance, in: Durlauf/Blume (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 1, 2. Aufl., 2008, S. 438 (identisch online 2016); *Boyd* Financial intermediation, in: Durlauf/Blume (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 3, 2. Aufl. 2008, S. 358 (identisch online 2016); *Calomiris* Bank crises, in: Durlauf/Blume (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 1, 2. Aufl. 2008, S. 348 (identisch online 2016); *Christensen/Hail/Leuz* Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement, 29 *The Review of Financial Studies* 2885 (2016); *Coen/Eisner* (Online-Überarbeitung *Rondina/Durlauf*) Investment (neoclassical), in: Durlauf/Blume (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 4, 2. Aufl. 2008, S. 558 (identisch online 2017); *Coffee* Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system, 70 *Virginia Law Review* 717 (1984); *Dewatripont/Tirole* Efficient governance structure: implications for banking regulation, in: Mayer/Vives (Hrsg.) *Capital Markets and Financial Intermediation*, 1993, S. 12; *Diamond* The Role of a Stock Market in a General Equilibrium Model with Technological Uncertainty, 57 *American Economic Review* 759 (1967); *ders.*, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, 51 *Journal of Economic Studies* 393 (1984); *Diamond/Verrecchia* Information Aggregation in a noisy rational expectations model, 9 *Journal of Financial Economics* 221 (1981); *Diamond/Verrecchia* Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices, 37 *Journal of Finance* 275 (1982); *Easterbrook/Fischel* Mandatory disclosure and the protection of investors, 70 *Virginia Law Review* 669 (1984); *Fama* Banking in the theory of finance, *Journal of Monetary Economics* 6 (1980), 39; *ders.* The Behavior of Stock-Market Prices, 38 *The Journal of Business* 34 (1965); *ders.* Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 *Journal of Finance* 383 (1970); *ders.* Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, 49 *Journal of Financial Economics* 283 (1998); *Fleischer* Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als wissenschaftliche Disziplin und das Proprium der Rechtswissenschaft, in: Engel/Schön (Hrsg.) *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, 2007, S. 50; *Focarelli/Pozzolo* Banking industry, in: Durlauf/Blume (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 1, 2. Aufl. 2008, S. 352 (identisch online 2016); *Gilson/Kraakman* The Mechanisms of Market Efficiency, 70 *Virginia Law Review* 549 (1984); *Greenwood/Smith* Financial markets in development, and the development of financial markets, 21 *Journal of Economic Dynamics and Control* 145 (1997); *Grossman* On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information, 31 *Journal of Finance* 573 (1976); *ders.* Further Results on the Informational Efficiency of Competitive Stock Markets, 18 *Journal of Economic Theory* 81 (1978); *Grossman/Hart* The Costs and Benefits of Ownership – a Theory of Vertical and Lateral Integration, 94 *Journal of Political Economy* 691 (1986); *Grossman/Stiglitz* On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, 70 *The American Economic Review* 393 (1980); *Grundfest* Securities regulation, in: Durlauf/Blume (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 3, 2. Aufl. 2008, S. 410 (nicht in Online-Ausgabe 2018); *Grundmann* Information, Party Autonomy and Economic Agents in European Contract Law, (2002) 39 *CMLR* 269; *ders.* Bankenunion und Privatrecht – Spannungspunkte Einflusslinien, Beispiele, *ZHR* 179 (2015), 563; *ders.* Vertrauen und (EU-)Kapitalmarkt – Theorie und Fallstudien zu einer neuen Mesotes im Wirtschaftsrecht, *Festschrift Windbichler* 2020, S. 61; *Grundmann/Kerber* Information Intermediaries and Party Autonomy – the example of securities and insurance markets, in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.) *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, 2001, S. 264; *Hegarty* Beitrag der Aufsicht zur Finanzmarktstabilität – Spannungsfeld zwischen Investorenschutz und Finanzmarktstabilität, *WPg* 2010, 766; *Holmstrom/Tirole* Corporate control and the monitoring role of the stock market, *Yale School of Organization and Management Working Paper Series D No. 48*; *Jensen/Meckling* Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976); *Keim* Financial market anomalies, in: Durlauf/Blume (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 3, 2. Aufl. 2008, S. 370; *King/Levine* Financial intermediation and economic development, in: Mayer/Vives (Hrsg.) *Capital Markets and Financial Intermediation*,

1993, S. 156; *Klöhn* Der Beitrag der Verhaltensökonomik zum Kapitalmarktrecht, in: *Fleischer/Zimmer* (Hrsg.) Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, ZHR-Beiheft 75 (2011), 83; *ders.* Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, ZHR 177 (2013) 349; *Levine/Zervos* Stock Markets, Banks, and Economic Growth, 88 *American Economic Review* 537 (1998); *Liaw* Investment Banking, in: *Fabozzi* (Hrsg.) *Handbook of Finance*, Bd. 1, 2008, S. 51; *Lo* Efficient market hypothesis, in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 2, 2. Aufl. 2008, S. 782; *Malkiel* The Efficient Market Hypothesis and its Critics, 17 *Journal of Economic Perspectives* 59 (2003); *Mayer* New Issues in Corporate Finance, 32 *European Economic Review* 1167 (1988); *Mülberr* Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, ZHR 177 (2013), 160; *Mülberr/Sajnovits* Vertrauen und Finanzmarktrecht, ZfPW 2016, 1; *Prum* European Union Crisis Responses and the Efficient Capital Markets Hypothesis, 20 *Colum. J. Eur. L.* 1 (2013); *Ross* Finance, in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 2, 2. Aufl. 2008, S. 314; *Segger-Piening* Duales Schutzkonzept vorvertraglicher Informationspflichten im Spiegel von Verbraucheracquis und Verhaltensökonomik, ZfPW 2020, 358; *Stigler* Public regulation of the securities markets, 37 *The Journal of Business* 117 (1964); *ders.* Imperfections in the Capital Market; 75 *Journal of Political Economy* 287 (1967); *Swank* Theories of the Banking Firm – A Review of the Literature, 48 *Bulletin of Economic Research* 173 (1996); *Toye* Financial structure and economic development, in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 3, 2. Aufl. 2008, S. 381; *Wang* Finance (new developments), in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Bd. 3, 2. Aufl. 2008, S. 333; *Wurgler* Financial Markets and the Allocation of Capital, 58 *Journal of Financial Economics* 187 (2000).

2. Zu Kapitalmarktrecht und Investment Banking, vor allem Wertpapierhandelsrecht, allgemein (Auswahl)

a) Monographien, Sammelbände, Kommentare: *Assmann* Prospekthaftung – als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverpflichtungen nach deutschem und US-amerikanischem Recht, 1985; *Assmann/Schneider/Mülberr* (Hrsg.) Wertpapierhandelsrecht – Kommentar – WpHG, PRIIP, MiFIR, LeerverkaufsVO, EMIR, 7. Aufl. 2019; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 5. Aufl. 2020; *Becker* Das neue Wertpapierhandelsgesetz, 1995; *Bartsch* Effektives Kapitalmarktrecht – zur Rechtsfolgende der Richtlinien im Europäischen Kapitalmarktrecht, Diss. Augsburg 2005; *Binder* Regulierungsinstrumente und Regulierungsstrategien im Kapitalgesellschaftsrecht, 2012; *Brellocks* Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des EU-Kapitalmarktrechts, 2005; *Buck-Heeb* Kapitalmarktrecht, 10. Aufl. 2019; *Canaris* Bankvertragsrecht, 3. Aufl. 1988; *Claussen* Bank- und Börsenrecht, 5. Aufl., 2014; *Dauses* (Hrsg.), *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*, 47. Aufl., 2019; *Derteder/Knops/Bamberger* (Hrsg.) *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*, 3. Aufl., 2017; *Egan/Rushbrooke/Lockett* EC Financial Services Regulation, London u.a. 1994; *Einsele* Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2018; *Ekkenga* Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt – eine vergleichende Studie zum europäischen, deutschen und britischen Bilanz-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 1998; *Ellenberger/Clouth* (Hrsg.), *Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft*, 5. Aufl. 2018; *Elster* Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes, 2002; *Ferran* Building an EU Securities Market, Cambridge u.a. 2004; *Fuchs* Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 2016; *Fuller* The Law and Practice of International Capital Markets, 2009; *Groß* Kapitalmarktrecht – Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zur Prospektverordnung, 7. Aufl. 2020; *Grundmann* Europäisches Schuldvertragsrecht – das Europäische Recht der Unternehmensgeschäfte (nebst Texten und Materialien zur Rechtsangleichung), 1999; *ders.* *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, 2. Aufl. Antwerpen/Oxford 2012; *ders.* Der Treuhandvertrag – insbesondere die werbende Treuhand, 1997; *Grunewald/Schlitt* Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2020; *Habersack/Mülberr/Schlitt* (Hrsg.) *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, 2. Aufl. 2013 (3. Aufl. 2020 angekündigt); *Habersack/Mülberr/Schlitt* (Hrsg.) *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 4. Aufl., 2019; *Hadding/Hopt/Schimansky* (Hrsg.) Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995, 1996; *Haisch/Helios* *Rechtshandbuch Finanzinstrumente*, 2011; *Heidel* (Hrsg.) *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*, 5. Aufl., 2019; *Heinze* Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, 1999; *Hellgardt* Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008; *Hirte/Möllers* *Kölnner Kommentar zum WpHG*, 2. Aufl. 2014; *Hopt* Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken – gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, 1975; *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.) *Börsenreform – eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, 1997; *Hopt/Veil/Kämmerer* (Hrsg.) *Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt*, 2008; *Hopt/Voigt* (Hrsg.) *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, 2005; *Hopt/Wymeersch* (Hrsg.) *European*

Company and Financial Law, 4. Aufl. 2007; *Jung/Bischof* Europäisches Finanzmarktrecht, 2015; *Kaiser* Die Harmonisierung des Europäischen Kapitalmarktrechts und das Recht des Wertpapierhandels in Italien und Deutschland, 1996; *Kalss* Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt, 2001; *dies./Oppitz/Zollner* Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2015; *Kiel* Internationales Kapitalanlegerschutzrecht – zum Anwendungsbereich kapitalanlegerschützender Normen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, 1994; *Klöhn* Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, *Köstlin* Anlegerschutz und Auslandsbeziehungen, 1985; *Kümpel/Hammen/Ekkenga* (Hrsg.) Kapitalmarktrecht – Handbuch für die Praxis: Systematische Sammlung der Gesetze, Verordnungen, behördlichen Verlautbarungen sowie Einführungen und Kurzerläuterungen, Loseblatt, Stand 01/2020; *Kümpel/Veil* Wertpapierhandelsgesetz – eine systematische Darstellung, 2. Aufl. 2005; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried* (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn 10.1–20.264; *Kumpan* Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, 2006; *ders.* Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht – eine Untersuchung zur Fremdinteressenwahrung und Unabhängigkeit, 2014; *Langenbacher/Bliesener/Spindler* (Hrsg.) Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl. 2016 (3. Teil); *Lehmann* Finanzinstrumente, 2009; *Lehmann/Kumpan* (Hrsg.), European Financial Services Law, 2019; *Lenenbach* Kapitalmarkt- und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 2016; *Lutter/Bayer/J. Schmidt* Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2017, bes. S. 450–482, 594–600; *Marsch-Barner/Schäfer* (Hrsg.) Handbuch Börsennotierte AG – Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2017; *Mattig* Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, 2019; *Mehringer* Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007; *Meier-Schatz* Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität – zur wirtschaftsrechtlichen Regulierung von Unternehmen mittels Publizitätsnormen, dargestellt anhand Veröffentlichungsbedürftiger finanzieller und gesellschaftsbezogener Rechnungslegungen, 1989; *Merkt* Unternehmenspublizität, 2001; *Michie* The London Stock Exchange: A History, 1999; *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl. Oxford 2014; *Morrison/Wilhelm* Investment Banking; Institutions, Politics and Law, revised edition 2008; *Oertel* Fungibilität von Anteilen an Publikums-Kommanditgesellschaften, 2010; *Piowarski* Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II – untersucht anhand der Product Governance und der Anlageberatung, 2020; *Reuschle* Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, 2002; *Schaber/RehmMärkl* Handbuch strukturierte Finanzinstrumente, 2. Aufl. 2010; *Schäfer* (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, 1999; *ders./Hamann* Kapitalmarktgesetze: Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Loseblatt, 7. Aktualisierung 2013; *Schäfer/Müller* Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen, Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Börsentermingeschäfte, 2. Aufl. 2011; *Schammo* EU Prospectus Law – New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets, 2011; *Schanz* Börseneinführung – Handbuch für den Börsengang und die börsennotierte Gesellschaft, 4. Aufl., 2012; *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg.) Bankrechts-Handbuch, (bes. 2. Bd.), 5. Aufl. 2017; *Schneider J.* Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und internationales Privatrecht, 1998; *Schwark* Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht – Entwicklungslinien, Prinzipien und Fortbildung des Anlegerschutzes – zugleich ein Beitrag zur Überlagerung bürgerlich-rechtlicher Regelung und gewerbepolizeilicher Überwachung durch Wirtschaftsrecht, 1979; *Schwark/Zimmer* (Hrsg.) Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Aufl. 2020; *Schwintek* Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; *Schwintowski* Bankrecht: die Kommentierung zum Bankrecht – für den Wissenschaftler sowie den Praktiker, 5. Aufl. 2018; *Stahl* Information Overload am Kapitalmarkt – eine verhaltensorientierte Untersuchung der Notwendigkeit und der Möglichkeiten zur Deregulierung der Informationspflichten des WpHG, 2013; *Stowell* Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, 3. Aufl. 2018; *Stünkel* EG-Grundfreiheiten und Kapitalmärkte, Die Auswirkungen der Grundfreiheiten auf die Integration der Sekundärmärkte, 2005; *Stürmer* Die extraterritoriale Anwendung amerikanischer Anlegerschutzbestimmungen, 1978; *Thieme* Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, 2008; *Uhl* Anlegerschutz durch Transparenz, 2008; *Veil* (Hrsg.) Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014; *Warren* European Securities Regulation, Den Haag, 2003; *Weber S.* Kapitalmarktrecht – eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Wien/New York 1999; *Weißgerber/Jütten* Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz – Erläuterungen, Gesetzestexte, Materialien, Leitfaden zum Insiderrecht, 1995; *Werner/Machunsky* Rechte und Ansprüche geschädigter Kapitalanleger – eine Darstellung von Ansprüchen bei den wesentlichen Kapitalanlageformen in und außerhalb der Börse, 3. Aufl., 1991; *Wood* The Law and Practice of International Finance, 2008; *ders.* International Loans, Bonds, Guarantees Legal Opinions bzw. Comparative Law of Security Interests and Title Finance (und weitere 5 Bde.), 3. Aufl., 2019; *Zehnter* Umsetzung des Wertpapierhandelsgesetzes, 2. Aufl. 1998; *Zerey* (Hrsg.) Finanzderivate. Rechtshandbuch, 4. Aufl. 2016 (englische Fassung – Financial Derivates – angekündigt für Ende 2020); *Zetsche* (teils u.a.), § 7 Europäisches Kapitalmarktrecht, in: Hatje/Müller-Graff (Hrsg.) Enzyklopädie Europarecht, Bd. 6: Europäisches Privat- und Unternehmensrecht (Bd.-Hrsg. Gebauer/Teichmann), 2016, S. 631–928 (Folgeaufl. angekündigt Ende 2020).

b) Aufsätze und Beiträge: *Assmann* Die rechtliche Ordnung des europäischen Kapitalmarkts – Defizite des EG-Konzepts einer Kapitalmarktintegration durch Rechtsvereinheitlichung, ORDO 1993, 87; *ders.* Die Regelung der Primärmärkte für Kapitalanlagen mittels Publizität im Recht der Europäischen Gemeinschaft, AG 1993, 549; *Assmann/Buck* Europäisches Kapitalmarktrecht, EWS 1990, 110, 190 und 220; *Bachmann* Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, ZHR 170 (2006), 144; *Beck* Die Reform des Börsenrechts im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz – Teil 1: Änderungen des Börsenorganisationsrechts, BKR 2002, 662; *ders.* Die Reform des Börsenrechts – eine Bestandsaufnahme aus Anlass des Weißbuchs zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010, im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz – Teil 2: Neuregelung der Handelsplattformen, des Maklerrechts und der Wertpapierzulassung, BKR 2002, 699; *Beck/Demirgüç-Kunt/Levine* Law and finance: Why does legal origin matter?, JCL 31 (2003), 653; *Becker-Melching* Vorschlag für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte (COM (2002) 269), WM 2003, 456; *Binder* Vom offenen zum regulierten Markt: Finanzintermediation, EU-Wirtschaftsverfassung und der Individualschutz der Kapitalanbieter, ZEuP 2017, 569; *Binder/Broichhausen* Entwicklungslinien und Perspektiven des Europäischen Kapitalmarktrechts – eine Bestandsaufnahme aus Anlass des Weißbuchs zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010, ZBB 2006, 85; *Bolkenstein* The Capital Markets Directives, (2005) 2 ECL 4; *Brenncke* Regulierung der Werbung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen – eine Behavioral-Finance-Analyse –, WM 2014, 1017; *Bruchwitz/Voß* Der Regierungsentwurf zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BB 2011, 1126; *Buck-Heeb* Informationsorganisation im Kapitalmarktrecht. Compliance zwischen Informationsmanagement und Wissensorganisationspflichten, CCZ 2009, 18; *dies.* Verhaltenspflichten beim Vertrieb – Zwischen Paternalismus und Schutzlosigkeit der Anleger –, ZHR 177 (2013), 310; *dies.* Entwicklung und Perspektiven des Anlegerschutzes – Zehn Anmerkungen zur anlegerschützenden Gesetzgebung im Bereich der Anlageberatung, JZ 2017, 279; *Buckley* Reconceptualizing the Regulation of Global Finance, (2016) 36 Oxford Journal of Legal Studies (im Erscheinen); *Bürgers* Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424; *v. Buttler* Kapitalmarktrechtliche Pflichten in der Insolvenz, BB 2010, 1355; *Cahn* Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), 1; *Caspari* Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, NZG 2005, 98; *Cherednychenko* Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law, (2015) 21 ELJ 500; *Claussen* Das neue Börsenaufsichtsrecht, DB 1994, 969; *Clausen/Sorensen* Competition and Co-operation between Stock Exchanges in Europe, (2002) 3 EBOR 371; *dies.* Stock Exchange Mergers – The new Driver in the Harmonisation of Securities Market Regulation?, (2009) 1 ECFR 29; *Clouth* Anlegerschutz – Grundlagen aus Sicht der Praxis, ZHR 177 (2013) 212; *Cruccolini* Das Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“ der Europäischen Kommission, BetrAG 2015, 230; *Deckert/v. Rüden* Anlegerschutz durch Europäisches Kapitalmarktrecht – Publizität statt Verbot, EWS 1998, 46; *Diekmann/Sustmann* Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929; *Duhnkrack/Hasche* Das neue Anlegerschutzgesetz und seine Auswirkungen auf Emissionshäuser und geschlossene Fonds, DB 2004, 1351; *Ebenroth* Die internationalprivatrechtliche Anknüpfung von Finanzinnovationen aus deutscher und schweizerischer Sicht, Festschrift für Keller, 1989, S. 391; *Einsele* Verhaltenspflichten im Bank- und Kapitalmarktrecht – öffentliches Recht oder Privatrecht?, ZHR 180 (2016), 233; *dies.* Kapitalmarktrecht und Privatrecht, JZ 2014, 703; *Ekkenga* Effektengeschäft, in Münchener Kommentar zum HGB, Bd. 6, 4. Aufl. 2019, Teil 2 P; *Engle* Global Norm Convergence: Capital Markets in U.S. and E.U. Law, (2010) 11 EBOR 465; *Fenichel* Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, DStR 2002, 1355; *Ferran* Cross-border Offers of Securities in the EU: The Standard Life Flotation, ECFR 2007, 461; *Fleischer* Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, 2977; *ders.* Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002; *ders.* Marktschutzvereinbarungen beim Börsengang – Eine Bestandsaufnahme nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz –, WM 2002, 2305; *Follak* F.III. Kapitalmarkt-, Börsen- und Investmentrecht, in: *Dauses* (Hrsg.) Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 44. EL 2018, Stand 2/2012; *Gebhardt* Prime and General Standard – die Neusegmentierung des Aktienmarkts an der Frankfurter Wertpapierbörse, WM Sonderbeilage 2/2003; *Graf-Schlicker* Der Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Beilage zu ZIP 22/2016, 21; *Grigoleit* Anlegerschutz – Produktinformationen und Produktverbote – ZHR 177 (2013), 264; *Großmann/Nikolevczik* Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, DB 2002, 2031; *Grundmann* Deutsches Anlegerschutzrecht in internationalen Sachverhalten – vom internationalen Schuld- und Gesellschaftsrecht zum internationalen Marktrecht, RabelsZ 54 (1990), 283; *ders.* Die Auslegung angeglichenen Kapitalmarktrechts – insbesondere der Sanktionsregeln, in Schulze (Hrsg.) Die Auslegung europäischen Privatrechts und angeglichenen Rechts, 1999, S. 63; *ders.* Europäisches Kapitalmarktrecht, ZSR 115 n.F. (1996), 103; *ders.* Regulierung und Privatrecht, Festschrift für Canaris II 2017, S. 907; *ders.* Europäisierung Des Kapitalmarktrechts – insbesondere Wertpapierhandelsrechts, in Klöhn/Mock (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG: Entwicklung und Perspektiven des Deutschen und Europäischen Wertpapierhandelsrechts, 2019, S. 1; *ders.* Vertrauen und (EU-)Kapitalmarkt – Theorie und Fallstudien zu einer neuen Mesotes im Wirtschafts-

recht, Festschrift Windbichler 2020, S. 67; *Hackethal/Meyer* Grenzen des Informationsmodells im Anlegerschutz – Lösungsansätze aus empirisch ökonomischer Sicht, ZVglRWiss 113 (2014), 574; *Happ* Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes, JZ 1994, 240; *Harrison* A New European Capital Market, 8 Law and Financial Markets Review 318 (2014); *Heuer/Schütt* Auf dem Weg zu einer europäischen Kapitalmarktunion BKR 2016, 45 (50); *Hodgson* Observations on the legal theory of finance, JCL 41 (2013), 331; *Holzborn/Israel* Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, WM 2004, 1948; *Hopt* Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? (dargestellt unter besonderer Berücksichtigung der Publikumpersonengesellschaften, namentlich der Abschreibungsgesellschaften und geschlossenen Immobilienfonds), Gutachten G, 51. DJT 1976, G1-G133; *ders.* Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? ZHR 140 (1976) 201 und 141 (1977) 389; *ders.* Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, ZHR 159 (1995), 135; *ders.* Zum neuen Wertpapierhandelsgesetz, WM-Festgabe Hellner 1994, S. 29; *ders.* Zum Begriff des geregelten Marktes nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie – am Beispiel von Eurex, Festschrift Schimansky 1999, S. 631; *ders.* Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, Festschrift 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2000, S. 497; *ders.* 50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht – Rückblick und Ausblick, WM 2009, 1873; *ders.* Die Haftung für Kapitalmarktinformationen – rechtsvergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen, WM 2013, 101; *ders.* Die Schaffung einer Kapitalmarktunion in Europa – langwierig und schwierig, aber notwendig, EuZW 2015, 289; *Hopt/Baum* Börsenrechtsreform – Überlegungen aus vergleichender Perspektive, WM-Sonderbeilage 4/97; *Hutter/Leppert* Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, NZG 2002, 649; *dies.* Reformbedarf im deutschen Kapitalmarkt- und Börsenrecht, NJW 2002, 2208; *Jäger/Maas/Renz* Compliance bei geschlossenen Fonds, CCZ 2014, 63; *Jahn* Die Finanzkrise und ihre rechtlichen Auswirkungen auf Rahmenverträge über OTC-Derivategeschäfte, BKR 2009, 25; *Kern/Wulfers* Stärkung des Anlegerschutzes – Neuer Rechtsrahmen für Sanierungen (Bericht über den Bankrechtstag am 1. Juli 2011 in München), WM 2011, 1489; *Klebeck/Zollinger* Compliance-Funktion nach der AIFM-Richtlinie, BB 2013, 459; *Klöhn* Der Beitrag der Verhaltensökonomik zum Kapitalmarktrecht, in: *Fleischer/Zimmer* (Hrsg.), Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, ZHR-Beiheft 75 (2011), 83; *ders.* Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas – Am Beispiel des „verständigen Anlegers“ im Sinne des deutschen und europäischen Insiderrechts –, ZHR 177 (2013), 349; *Koch* Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes – die Gratwanderung zwischen angemessener Aufklärung und information overload, BKR 2012, 487; *Köndgen* Mutmaßungen über die Zukunft der europäischen Börsen, Festschrift Lutter 2000, S. 1401; *Kost de Seves/Sasso* The New European Financial Markets Legal Framework: A Real Improvement? An Analysis of Financial Law and Governance in European Capital Markets from a Micro- and Macro-Economic Perspective, 7 Capital Markets Law Journal 30 (2012); *Krimphove* Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz – ein Beitrag zur „Europäisierung“ des Wertpapierrechts, JZ 1994, 23; *Kuhn/Skirk* Die Prüfung von Finanzinstrumenten und Derivaten, WpG 2012, 1299; *Kümpel* Das Effektengeschäft im Lichte des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes, WM 1993, 2025; *ders.* Die künftige Kapitalmarktaufsicht und die europäische Rechtsangleichung, WM 1994, 229; *ders.* Zur Neugestaltung der staatlichen Börsenaufsicht – von der Rechtsaufsicht zur Marktaufsicht, WM 1994, 229; *Kuthe* Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Langenbucher* Anlegerschutz – ein Bericht zu theoretischen Prämissen und legislativen Instrumenten, ZHR 177 (2013) 679; *Lannoo* Which Union for Europe's Capital Markets? ECMI Policy Brief, No. 22 February 2015; *Liebscher/Ott* Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick, NZG 2010, 841; *Lösler* Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht, NZG 2005, 104; *Maume* Staatliche Rechtsdurchsetzung im deutschen Kapitalmarktrecht – eine kritische Bestandsaufnahme, ZHR 180 (2016) 358; *Meixner* Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz – Kapitalmarktrecht in stetigem Wandel, NJW 1998, 1896; *Merkt* Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?: Gutachten G zum 64. Deutschen Juristentag, 2002; *Merloe* Internationalization of Securities Markets: a Critical Survey of U. S. and EEC Disclosure Requirements, 8 J. Comp. Bus. & Cap. M. L. 249 (1986); *Möller* Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Der Regierungsentwurf, WM 2001, 2405; *Möllers* Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch, ZBB 2003, 390; *ders.* Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts – Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 208 (2008), 1; *ders.* Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht – Vollharmonisierung, Generalklauseln und soft law im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, ZEuP 2008, 480; *ders.* Sources of Law in European Securities Regulation – Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosière, (2010) 11 EBOR 379; *ders.* Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht –, ZGR 1997, 334; *ders.* European Legal Theory and Legislation in Capital Market Law Complete Harmonization, Blanket Clauses and Soft Law as Means for Creating

Standards in the Context of the Lamfalussy Process, 22 *Journal of Interdisciplinary Economics* 133 (2010); *ders.* Efficiency as a Standard in Capital Market Law-The Application of Empirical and Economic Arguments for the Justification of Civil Law, Criminal Law and Administrative Law Sanctions, (2009) 20 *EBLR* 243; *Möllers/Kernchen* Information Overload am Kapitalmarkt – Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis, *ZGR* 2011, 1; *Möllers/Steinberger* Die BGH-Entscheidung zum Telekom-Prozess und das europäische Anlegerleitbild, *NZG* 2015, 329; *Möllers/Wenninger* Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, *NJW* 2011, 1697; *Moloney* The Regulation of Investment Services in the Single Market: The Emergence of a New Regulatory Landscape, (2002) 3 *EBOR* 293; *dies.* Building a Retail Investment Culture through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive, (2005) 6 *EBOR* 341; *dies.* The Financial Crisis and EU Securities Law-Making: A Challenge Met? *Festschrift Hopt* 2010, 2265; *dies.* Capital Markets Union: ‚Ever Closer Union‘ for the EU Financial System? (2016) 41 *ELR* 307; *Moosmeyer* Modethema oder Pflichtprogramm guter Unternehmensführung? – Zehn Thesen zu Compliance, *NJW* 2012, 3013; *Mülbert* Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, *WM* 2001, 2085; *ders.* Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? *JZ* 2002, 826; *ders.* Die Aktie zwischen mitgliedschafts- und wertpapierrechtlichen Vorstellungen, *Festschrift Nobbe* 2009, S. 691; *ders.* Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, *ZHR* 177 (2013) 160; *Parmentier* Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts 2012–2013, *EuZW* 2014, 50; *dies.* Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts 2014–2015, *EuZW* 2016, 45; *dies.* Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts in den Jahren 2016–2017, *EuZW* 2018, 53; *dies.* Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts in den Jahren 2018–2019, *EuZW* 2020, 125; *dies.* Capital Markets Union – One year on from the Action Plan, *ECFR* 2017, 242; *Payne/Howell* The Creation of a European Capital Market, in: *Koutrakos/Snell* (Hrsg.), *Research Handbook on the Law of the EU's Internal Market*. 2017, S. 241; *Pistor* A legal theory of finance, *JCL* 41 (2013), 315; *Pistor/Raiser/Gelfer* Law and Finance in transition economies, *Economics of Transition* 8 (2) 2000, 325; *Pötzsch* Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, *WM* 1998, 949; *Rehbinder* Publizität und Auslandsbeziehungen – eine rechtsvergleichende Skizze, *Festschrift für Kronstein*, 1967, S. 203; *Riesenhuber* Primärrechtliche Grundlagen der Kapitalmarkttransparenz, in: *Hopt/Veil/Kämmerer* (Hrsg.), *Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt*, 2008, 24; *Röh* Compliance nach der MiFID – zwischen höherer Effizienz und mehr Bürokratie, *BB* 2008, 398; *Rudolph* Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?, *BB* 2002, 1036; *Schäfer* Die MaComp und das Erfordernis der Unabhängigkeit, Wirksamkeit und Dauerhaftigkeit von Compliance, *BKR* 2011, 45; *Schäfer/Lang* Zur Reform des Rechts der Börsentermingeschäfte, *BKR* 2002, 197; *Schlitt* Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse – Struktur, Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten –, *AG* 2003, 57; *J. Schmidt* Das Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion – EU-Kapitalmarkt 4.0? *GPR* 2015, 129; *Schmies* Behavioral Finance und Finanzmarktregulierung, in: *Engel u.a.* (Hrsg.), *Recht und Verhalten*, 2007, 165; *Schmolke* Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz, *NZG* 2005, 912; *U. Schneider* Internationales Kapitalmarktrecht – Regelungsprobleme, Methoden und Aufgabe, *AG* 2001, 269; *ders.* Auf dem Weg in die europäische Kapitalmarktunion – Die Vertreibung aus dem Paradies – oder auf dem Weg ins kapitalmarktrechtliche Arkadien? *AG* 2012, 823; *Schön* Corporate Disclosure in a Competitive Environment – The Quest for a European Framework on Mandatory Disclosure, *JCLS* 2006, 259; *Schulz/Kuhnke* Insider-Compliance-Richtlinien als Baustein eines umfassenden Compliance-Konzepts, *BB* 2012, 143; *Schwark* Das neue Kapitalmarktrecht, *NJW* 1987, 2041; *ders.* Börsen und Wertpapierhandelsmärkte in der EG, *WM* 1997, 293; *Seitz* Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, *BKR* 2002, 340; *Sester* Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarktrichtlinien und -standards, *ZGR* 2009, 310; *ders.* Fallen Anteile an Geschlossenen Fonds unter den Wertpapierbegriff der MiFID bzw. des FRUG? *ZBB* 2008, 369; *Spindler* Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, *NJW* 2004, 3449; *ders.* Compliance in der multinationalen Bankengruppe, *WM* 2008, 905; *Thomale* Rechtsquellen des Kapitalmarktdeliktsrechts – eine Neuvermessung, *NZG* 2020, 328; *Veil* Concepts of Supervisory Legislation and Enforcement in European Capital Markets Law – Observations from a Civil Law Country, (2010) 11 *EBOR* 409; *ders.* Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen Kapitalmarktrecht, *ZBB* 2006, 162; *ders.* Enforcement of Capital Markets Law in Europe – Observations from a Civil Law Country, (2010) 11 *EBOR* 409; *ders.* Europäische Kapitalmarktunion – Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“, *ZGR* 2014, 544; *Véron* Defining Europe's Capital Markets Union, *Bruegel Policy Contribution* 2014/12; *Vofß* Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)? *BKR* 2007, 45; *M. Weber* Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998–2000 – Publizität, Insiderrecht und Kapitalmarktaufsicht, *NJW* 2000, 3461; *ders.* Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, *NJW* 2003, 18; seitdem kontinuierlich, in den letzten Jahren *M. Weber* Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahr 2010, *NJW* 2011, 273; sowie mit demselben Titel *ders.* *NJW* 2012, 274

(für 2011); *ders.* NJW 2013, 275 (für 2012); dann *Weber* Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im ersten Halbjahr 2013, NJW 2013, 2324; und weiter in diesem Rhythmus und mit gleichem Titel *Weber* NJW 2014, 272 (für 2013/II); *ders.* NJW 2014, 2327 (für 2014/I); *ders.* NJW 2015, 212 (für 2014/II); *ders.* NJW 2015, 2307 (für 2015/I); *ders.* NJW 2016, 992 (für 2015/II); *ders.* NJW 2017, 991 (für 2016/2017); *ders.* NJW 2018, 995 (für 2017/2018); *ders.* NJW 2019, 968 (für 2018/2019); *ders.* NJW 2020, 968 (für 2019/2020); *Wieneke* Emissionspublizität. Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, 109; *Wilhelmi/Büchler* Bankentrennung in der EU: Risiken und Nebenwirkungen – Der Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Trennbanken-Verordnung, ZVglRWiss 113 (2014), 507; *Witte/Rafiqpoor* Die „Beerdigung“ des Neuen Marktes – rechtliche Aspekte, BB 2002, 2615; *Wolf* Der Ausschluss vom Neuen Markt und die Aufnahme von Ausschlussgründen in das Regelwerk Neuer Markt, WM 2001, 1785; *Wymeersch* The EU Directives in Financial Disclosure, European Financial Services Law 3 (1996) 34; *Zeitler* Vergessene Ursachen der Banken- und Finanzkrise, WM 2012, 673; *Zimmer* Finanzmarktrecht – Quo Vadis?, BKR 2004, 421; sowie die **Rechtsprechungsüberblicke** bei *Bonin/Glos* Die neuere Rechtsprechung der europäischen Gerichte im Bereich des Bank- und Kapitalmarktrechts, WM 2013, 1201; *Hirte* Die Entwicklung des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts in Deutschland im Jahre 2010, NJW 2011, 656; und Folgejahre *ders.* NJW 2012, 581 (für 2011); *ders.* NJW 2013, 1204 (für 2012); *ders.* NJW 2014, 1219 (für 2013); *ders.* NJW 2015, 1219 (für 2014); *ders.* NJW 2016, 1216 (für 2015); *ders.* NJW 2017, 1213 (für 2016); *ders.* NJW 2018, 1221 (für 2017); *ders.* NJW 2019, 1187 (für 2018); *Nobbe* Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds – Ein Überblick über die Rechtsprechung insbesondere des Bundesgerichtshofs, WM 2013, 193; *Stackmann* Aktuelle Rechtsprechung zum Kapitalanlagerecht, NJW 2015, 998; *M. Weber* Aufsatzserie NJW seit 2012 bis heute (s.o.); sowie *Zoller* Die Haftung bei Kapitalanlagen. Die wichtigsten Entscheidungen zu Anlageberatung, Vermögensverwaltung und Prospekthaftung, 4. Aufl. 2019; weitere Nachw. zu **älterer Literatur** etwa in BankR-HdB/*Grundmann* 1.–3. Aufl., 1997/2001/2007, § 113.

Übersicht

I. Investment Banking, Kapitalmarktrecht, Privatrecht – Heranführung — 1 1. Investment <i>Banking</i> und Kapitalmarktrecht — 1 2. Investment <i>Banking</i> als Europäisiertes Kernkapitalmarktrecht (mit privatem Handelsrecht) – die drei Hauptperspektiven — 3 3. Eine funktionale Betrachtungsweise — 6 II. Funktionen von Kapitalmärkten — 7 1. Ausgangspunkt: Kredit- und Kapitalmarktfinanzierung — 7 2. System der Funktionen von Kapitalmärkten — 8 a) Allokation, Governanceanreiz und Risikodiversifikation — 8 b) Liquiditätsschaffung (mit Primär- und Sekundärmärkten) und volkswirtschaftliche Entwicklung — 9 c) Weitere Funktionen? — 11 3. Informationsfunktion als Kernfunktion von Kapitalmärkten – und Kritik — 14 a) Informationsmodell in den verschiedenen Funktionen? — 14 b) Insbes. Efficient Capital Market Hypothesis (ECHM) — 16 c) Anomalien und Behavioral Finance — 17	III. Funktionen von Investment <i>Banking</i> — 18 1. Banken als zentraler Kapitalmarktintermediär — 18 2. System der Funktionen von Investment <i>Banking</i> — 20 a) Transformationsleistung, Transaktionsabwicklung und Informationsverarbeitung und -umsetzung — 20 b) Anreizgestaltung, Marktschaffung, ... und weitere Funktionen? — 24 3. Informationsfunktion als Kernfunktion von Investment <i>Banking</i> — 26 a) Zentralität von Kapitalmarktinformation und Zentralität der Banken hierbei — 26 b) Information in Primärmarkt und Emissionsgeschäft — 27 c) Information in Sekundärmarkt und Wertpapierhandel — 28 IV. Funktionen des Regelungsrahmens – Regelungsziele — 29 1. Regelungsrahmen und Regelungsziele – ein vielschichtiges System — 29 a) Regelungsrahmen für verschiedene Rechtsbeziehungen — 29 b) Optimierung und/oder Korrektur von Marktversagen — 30

2. Optimierung der Informationsfunktion –
insbes. Allokationseffizienz — 33
a) Leitfragen zu kapitalmarktrechtlichen
Informationspflichten — 33
b) Sekundärmarktpublizität im
Besonderen — 34
c) Allokationseffizienz und Reaktionen
auf Anomalien — 35 | 3. Standardisierung und
Transaktionskosten-
senkung — 36
4. Weitere Ziele: Marktintegrität
und Stabilität — 37
5. Funktionalität im internationalen
Umfeld — 39 |
|--|---|

I. Investment Banking, Kapitalmarktrecht, Privatrecht – Heranführung

1. Investment Banking und Kapitalmarktrecht. Dies ist ein **Kommentar zum Recht des Investment Banking, nicht allgemein zum Kapitalmarktrecht.** Die Rolle der Banken ist jedoch bei (i) Einführung der Finanzinstrumente, bei (ii) Vermittlung derselben an das allgemeine Publikum und beim (iii) Betreiben der Handelsplätze so zentral, ja exklusiv – das allgemeine Publikum erhält Zugang zu Kapitalmärkten ganz überwiegend nur über Kredit- und Finanzinstitute („Banken“) –, dass der Kommentar trotz dieser Beschränkung auf das *Investment Banking* (mit *Banken*-Kapitalmarktrecht) doch sehr breit das Kapitalmarktrecht insgesamt umfasst: Bezogen auf das allgemeine Publikum ebenso wie selbstverständlich auf die Banken und auch Marktbetreiber umfasst er das relevante Kapitalmarktrecht weitestgehend. Nur angesprochen und nicht näher erörtert werden dann freilich diejenigen Teile des Kapitalmarktrechts, die (i) Anforderungen speziell für die kapitalmarktorientierten Unternehmen formulieren, soweit zu deren Erfüllung auch typischerweise Banken *nicht* mit eingeschaltet werden (reines *Gesellschafts*-Kapitalmarktrecht), und (ii) Anforderungen an andere professionelle Marktbeteiligte, die nicht in engem Zusammenhang mit Anforderungen an Banken stehen (etwa keine ausführliche Kommentierung des Rechtsrahmens für Ratings; zum Kreis und zur Funktion dieser „Gatekeeper“ freilich unten Rn 47–54). Mit anderen Worten: Intensiver erörtert und kommentiert werden (nur) diejenigen Teile des Kapitalmarktrechts (und auch Privatrechts), die Pflichten direkt für die Banken statuieren (etwa §§ 63ff. WpHG¹ oder das gesamte Organisationsrecht, 8. bzw. 7. Teil) oder aber für Marktteilnehmer, die jedoch zur Erfüllung dieser Pflichten typischerweise Banken heranziehen (etwa bei der Erfüllung der Prospektpflichten) oder bei den maßgeblichen Handlungen i.d.R. Banken einbeziehen (etwa Handel, auch Insiderhandel, dort auch viele Sondersituationen wie Kurspflege). Es mag dann Grenzfälle geben – etwa bei der Ad-hoc-Publizität, die der Emittent i.d.R. ohne Intervention von Banken vollzieht, die jedoch zum einen der Prävention von Insiderhandel dient und zum anderen gerade in Transaktionen, die Banken begleiten, besondere Fragen aufwirft (etwa bei Übernahmen und Kurspflagemassnahmen). Insgesamt ist jedoch diese Grenzziehung keineswegs ungewöhnlich: Im Dreieck Emittent, Kunde und Bank werden die Verhältnisse der Banken zu den Emittenten, diejenigen der Banken zu den Anlegern/Kunden, jedoch nicht diejenigen (allein) zwischen Emittenten und Anlegern/Kunden näher beleuchtet – vergleichbar dem, was etwa im Zahlungsverkehr für das (ebenfalls nicht näher erörterte) Valutaverhältnis gilt. Ebenfalls nur angesprochen, zwar in den Zusammenhängen geklärt, aber nicht ausführlich kommentiert werden diejenigen *Bereiche*, die zwar ebenfalls der Kapitalanlage dienen, aber nicht oder kaum von Banken organisiert werden und teils ungleich weniger

¹ Soweit nicht ausdrücklich anders bezeichnet, beziehen sich die Verweise auf das WpHG auf die Fassung, die es seit der letzten Änderung durch das Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-ProspektVO und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10.7.2018 (BGBl. I S. 1102) erhalten hat, mit der flächendeckenden Neunummerierung durch das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz. Mit dem Zusatz „a.F.“ wird im Zusammenhang mit dem WpHG, soweit er nicht ausdrücklich abweichend verwendet wird, auf die Fassung des WpHG verwiesen, wie sie vor dem Inkrafttreten des Ersten und vor allem des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz vom 30.6.2016 und 23.6.2017 (BGBl. 2016 I S. 1514, 2017 I S. 1693) galt.

reguliert (und damit abgesichert) sind, namentlich: (i) die Kapitalanlagen auf den sog. grauen Kapitalmärkten, (ii) die sog. Schattenbanken und – durchaus intensiv reguliert, aber von gesonderten Trägern gestaltet – (iii) das Recht der Investmentfonds.

2 Investment *Banking* kann also auch als das (schon) **länger und sorgfältiger regulierte „Premiumsegment“ der Kapitalmärkte und des Kapitalmarktrechts** verstanden werden. Immer wieder ist es gegenüber den „sonstigen Bereichen“ abzugrenzen – etwa die Banken als Intermediäre und Marktbetreiber gegenüber sonstigen professionellen Marktakteuren (einschließlich der Emittenten und sog. „Gatekeepers“) (unten 2. Abschnitt unter I.), Kapitalmärkte iS gegenüber den Kapitalmärkten iwS (unten 2. Abschnitt unter II.), die Finanzinstrumente gegenüber den sonstigen Anlageformen (unten 2. Abschnitt unter III.). Und in der Regulierung wird sich immer wieder zeigen, dass die Normen des Investment Banking älter sind, vorbildhaft für punktuelle Ausweitungen, dichter reguliert (mehr Sicherheit verbürgend), auch Europäischer (das Investment *Banking* ist praktisch umfassend europarechtlich verfasst, das sonstige Kapitalmarktrecht nur teilweise).

3 **2. Investment Banking als Europäisiertes Kernkapitalmarktrecht (mit privatem Handelsrecht) – die drei Hauptperspektiven.** Letzteres ist aus rechtlicher Perspektive zentral: Ist dieser Kommentar (Teile 5–8) dem Recht des Investment Banking gewidmet, so ist von ähnlich grundlegender struktureller Bedeutung wie die Aufteilung in die drei genannten Rechtsverhältnisse (oben Rn 1) die Grundanlage des Rechtsrahmens: Gerade im **Investment Banking ist der Rechtsrahmen gemischt national-Europäisch** – besonders deutlich heute in seinem Kernbereich, wo (mit Wirkung vom Juni 2016 an) große Teile des Wertpapierhandelsgesetzes auf die (unmittelbar anwendbare) EU-Marktmissbrauchs-Verordnung ausgelagert wurden. So bildet die Europäische Ebene heute teils die Alleinige, auch ansonsten meist jedenfalls die für das Regelungsgerüst Determinierende. Daher handelt es sich recht eigentlich um einen **Kommentar zum Recht des Investment Banking in der Europäischen Union – im Gewand, das dieses in Deutschland annimmt.**² Dem entsprechend sind Rechtsquellen und Rechtsfindungsmethoden zu bestimmen.

4 Dieses „**Premiumsegment**“ des Kapitalmarktrechts unterfällt in drei Perspektiven (die auch den Aufbau des Kommentars prägen, unten Rn 6): gegenüber den Märkten allgemein – noch ohne jede Aufnahme von Einzelbeziehungen und auch laufend nach Markteinführung – sind **Marktverhaltenspflichten** zu erfüllen; **Organisationspflichten** treffen Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (unten Rn 43–45) sehr umfangreich, wobei eine zentrale Stoßrichtung dahin geht, eine bessere Befolgung (Compliance) von Marktverhaltenspflichten, aber auch von Pflichten im individuellen Kundenverhältnis zu gewährleisten;³ die kapitalmarktrechtlichen **Vorgaben für das individuelle Kundenverhältnis** bilden schließlich die dritte große Perspektive.

5 Neben dieses „Premiumsegment“ des Kapitalmarktrechts treten für die Banken im Investment Banking – vor allem hinsichtlich der zweiten und dritten Perspektive, also Organisation und Kundenverhältnis – selbstverständlich auch **klassisch privatrechtliche, namentlich ge-**

2 Ausf. Grundmann in Klöhn/Mock (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG: Entwicklung und Perspektiven des Deutschen und Europäischen Wertpapierhandelsrechts, 2019, S. 1.

3 Zu dieser (doppelten) Zielrichtung näher Klebeck/Zollinger BB 2013, 459; Lösler NZG 2005, 104 (104–106); Moosmeyer NJW 2012, 3013; Röh BB 2008, 398; Schulz/Kuhnke BB 2012, 143; Spindler WM 2008, 905 (906 f.); und unten 7. Teil. Daneben tritt vor allem auch das Ziel, mikro- und makroprudenziellen Risiken vorzubeugen bzw. sie tragen und verarbeiten zu können (Stabilitätsziele): vgl. etwa Buck-Heeb CCZ 2009, 18 (18), die die Bedeutung von Compliance-Regeln für die Haftungsvermeidung als unterschätzt ansieht (über die letzte Dekade wohl deutlich verändert, wenn das exponentielle Wachstum von Compliance-Abteilungen bei Finanzdienstleistern und auf ihren Rechtsberatern als Indiz herangezogen werden kann); Jäger/Maas/Renz CCZ 2014, 63 (64); Schäfer BKR 2011, 45; Spindler WM 2008, 905 (907, 915); und wiederum unten 7. Teil.

sellschafts- und vertragsrechtliche Regeln. Hierher zählt sehr umfangreich das Privatrecht der Gestaltung der Rechtsverhältnisse, mit denen zwar auch die Beachtung der kapitalmarktrechtlichen Vorgaben organisiert werden soll, die von diesen ansonsten jedoch direkt allenfalls peripher überformt werden, etwa durch Konsortial- und Übernahmeverträge bei der Emission (vgl. etwa 6. Teil, 1. Abschnitt). Gleiches gilt für das private Wertpapierhandelsrecht, etwa die Sonderbedingungen für den Wertpapierhandel (8. Teil). Umgekehrt stellt sich auch für das gesamte Banken-Kapitalmarktrecht die Frage, ob es selbst nun wiederum privatrechtliche Wirkungen – etwa gegenüber Gesellschaftern, Vertragspartnern und Dritten – zeitigt (unten Rn 141–143).

3. Eine funktionale Betrachtungsweise. Entwickelt wird dieser Kommentar zum Recht des Investment Banking **aus drei Funktionen heraus:** der Funktion von Kapitalmärkten, der Funktion, die Banken spezifisch bei Gestaltung und Nutzung von Kapitalmärkten erfüllen (also der Funktion von Investment Banking), sowie der Funktion, die dem Rechtsrahmen bei der sinnvollen Erfüllung dieser beiden Funktionen zukommt (unten Unterabschnitte II.-IV.). Auf diese Klärung des funktionalen Rahmens folgt zunächst ein Überblick über die Infrastruktur insgesamt – im Zusammenspiel von Banken, Märkten, Anlageinstrumenten und Regelungsrahmen (sowie Regulierungs- und Aufsichtsbehörden) – und spezifischer ein Überblick über den Regelungsrahmen (Abschnitte 2 und 3). **Funktional** ist sodann **auch die Gesamtanlage** des Kommentars. Denn im Rest des Kommentars wird dann die Gesamtmaterie nach den drei genannten Blickwinkeln – getreu der funktionalen Ausrichtung – gegliedert: aus dem Blickwinkel der Marktteilnehmer allgemein (Marktregeln, Teil 6); aus dem Blickwinkel der Banken und Marktbetreiber als denjenigen, die die notwendigen Intermediärfunktionen übernehmen und deren Organisation entsprechend zugeschnitten sein muss (Organisationsregeln, Teil 7); und schließlich aus dem Blickwinkel der unmittelbaren Beziehung zwischen Kunden/Anlegern und Intermediären (Kundenbeziehung, Teil 8). Ausgegangen werden soll, wie gesagt, von den Funktionen von Kapitalmärkten, der Einschaltung von Banken in ihnen und des Regulierungszugriffes:

II. Funktionen von Kapitalmärkten

1. Ausgangspunkt: Kredit- und Kapitalmarktfinanzierung. Die Frage nach den Funktionen der Bankgeschäfte – der Intermediation von Banken (Kreditinstituten, Wertpapierfirmen, Finanzinstitutionen) – ist im Ausgangspunkt für die gesamte Bandbreite der Bankgeschäfte zu stellen (daher bereits oben 1. Teil Rn 7–13), genauer: für die Bankgeschäfte ebenso wie für das diese regulierende Bankrecht (zu Letzterem dann oben 1. Teil Rn 14, 15). Vorliegend ist die Frage nach den Funktionen dann speziell für das Investment Banking aufzugreifen – nunmehr konkret für dieses Bankgeschäft (unten II.) und für dessen Regulierung (unten III.). Da das Investment *Banking* freilich ohne Bezug auf die Kapitalmärkte nicht denkbar ist, ist zuerst von deren Funktionen auszugehen (hier I.). Hierfür ist auf die allgemeineren Überlegungen zu der Frage zurückzukommen, **wie sich Kreditfinanzierung und Finanzierung über die Kapitalmärkte zueinander verhalten** (oben 1. Teil Rn 7–13), namentlich auf folgende Grundzüge: Während im Kreditgeschäft die massenweise Kreditvergabe faktisch und rechtlich allein durch Intermediation der Banken möglich ist, insbesondere die Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation ohne sie praktisch nicht möglich erscheint, erscheint eine Alternative für solche Transformationsleistungen auf Kapitalmärkten denkbar. Dass das (Banken-)Kreditgeschäft – trotz der notwendigen Kompensation der Banken – fortbesteht, wird im Anschluss vor allem an *Diamond* damit erklärt, dass es für Kreditgeber – da Kapitalmärkte weder perfekt noch transaktionskostenfrei funktionieren – einen Unterschied macht, ob sie die Transformationsleistungen – vor allem die Risikoübernahme – an Banken delegieren können oder nicht (Delegationsmodell). Banken agieren demnach im Kreditgeschäft als – vor allem *informationell* besser positionierte –

Spezialisten der Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation. Diese ökonomische Funktion wird nochmals unterstützt durch das Bankaufsichtsrecht und das Einlagensicherungssystem, die diese Delegation durch ein System besonderer (staatlich gewährleisteter) Absicherungen des jeweiligen Garanten – der Banken – unterfüttern (vgl. Lit.verz. und näher oben 1. Teil Rn 9–11). Delegation, insbesondere Risikoabnahme, im Kreditgeschäft (in der ökonomischen Nomenklatur: der „direkten Finanzintermediation“) und direkte Kreditvergabe an Kapitalmärkten, die von Kreditinstituten nur begleitet wird und die die Kreditinstitute mangels Risikoübernahme grds. mit geringeren Kosten belastet („indirekte Finanzintermediation“), stehen solchermaßen **im Wettbewerb** zueinander.⁴ Um diesen und seine Belebung geht es auch zentral beim Projekt einer Europäischen Kapitalmarktunion als Zentralprojekt der gerade abgelaufenen EU-Legislaturperiode.⁵ Im Regelfall bedeutet dies freilich nicht, dass bei Finanzierung über Kapitalmärkte die Banken keine, sondern nur, dass sie **andere Intermediationsleistungen** erbringen.⁶ Um diese geht es im Folgenden:

2. System der Funktionen von Kapitalmärkten

- 8 **a) Allokation, Governanceanreiz und Risikodiversifikation.** In der (vor allem finanzwirtschaftlichen) Diskussion zu den Funktionen von Kapitalmärkten über viele Jahrzehnte hinweg haben sich drei Funktionen als die primär Genannten herauskristallisiert: Auf Kapitalmärkten bilden sich (i) Preise (Kurse) für die gehandelten Finanzinstrumente aus, die als **Signale für ihren inneren Wert die zentralen Informationen** zum jeweiligen Instrument zusammengefasst wiederspiegeln. Durch diese Information zum inneren Wert des jeweiligen Instruments wird die Allokation der Investments zu den werthaltigsten Investitionsobjekten gefördert (effiziente Mittelallokation).⁷ Entsprechend wird auch im wirtschaftsrechtlichen Schrifttum in der Marktinformierung weit überwiegend das zentrale Mittel zur Förderung schnellstmöglicher

⁴ *Allen/Gale* Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing, 105 *Journal of Political Economy* 523, 538f. (1997); *Allen/Santomero* 21 *Journal of Banking and Finance* 1461, 1474 (1998); *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* Bankbetriebslehre S. 9, 16; *Hellwig* 154 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 328, 332 (1998).

⁵ Grünbuch der Kommission vom 18.2.2015: Schaffung einer Kapitalmarktunion, KOM(2015) 63 endg.; sowie zum Zwischenstand: Midterm review of the capital markets union action plan, 8.6.2017, COM(2017) 29 final; zu diesen Plänen etwa *Hopt* EuZW 2015, 289; *Cruccolini* BetrAG 2015, 230; *J. Schmidt* GPR 2015, 129; *Veil* ZGR 2014, 544; *Véron* Bruegel Policy Contribution 2014/12; schon *U. Schneider* AG 2012, 823; zuletzt (zum breiten Themenkranz des Projekts) *Hüther* Bankenunion vollenden, Kapitalmarktunion forcieren, Verteidigungsunion begründen, *Kreditwesen* 2019, 39; *Gischer/Ilchmann/Kessler* Fallstricke der Europäischen Integration, *ORDO* 2019, 153; *Peter* Kann die Kapitalmarktunion das Finanzsystem transformieren, *Bankmagazin* 2018, 26; *ders.* Kapitalmarktunion – bisher hohe Persistenz der Finanzsysteme, *Wirtschaftsdienst* 2018, 35; *Kumpan* Europäische Kapitalmarktunion – marktorientierte Regulierung zur Bewältigung von Krisenfolgen, in: *Binder/Psaroudakis* (Hrsg.) *Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht in der Krise*, 2018, S. 291; *ders.* Market-based financing in the Capital Markets Union: The European Commission's Proposals to Foster Financial Innovation in the EU, *ECFR* 2017, 336; *Parmentier* Rechtssicherheit für grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen, *ECFR* 2017, 243. Vgl. auch unten Rn 12, 25, 123.

⁶ *Saunders/Cornett* Financial Markets and Institutions, S. 15f.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* Bankbetriebslehre, S. 9.

⁷ Vgl. hierzu namentlich *Grossman* 31 *Journal of Finance* 573 (1976); *Grossman* 18 *Journal of Economic Theory* 81 (1978); *Grossman/Stiglitz* 70 *American Economic Review* 393 (1980); *Diamond/Verrecchia* 9 *Journal of Financial Economics* 221 (1981); und heute *Allen* in: *Mayer/Vives* (Hrsg.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, S. 81 (bes. 87 und ff.); *Avgouleas* Governance of Global Financial Markets, S. 6, 24 („renewal of a country's economy by pulling funding from underperforming or ageing sectors and pouring it into newer, more innovative and promising ones“); *Fabozzi/Peterson/Drake* Finance, S. 113 sowie S. 129f.; *Mishkin* Banking and financial markets, S. 72ff. (insb. S. 74); *Morrison/Wilhelm, Jr.* Investment Banking, S. 3; *Wurgler* 58 *Journal of Financial Economics* 187 (2000). Ausführlicher zur Wirksamkeit von Information für die effiziente(st) Mittelallokation unten Rn 14–16.

effizienter Mittelallokation gesehen.⁸ Zugleich bilden (ii) die Preise (Kurse) der wichtigsten Finanzinstrumente – namentlich Wertpapiere und zugleich Basiswerte – einen zentralen **Governanceanreiz für das Management**, das von positiver Kursentwicklung vielfach profitiert (namentlich Sicherheit der eigenen Position, Gewinne über Bonusprogramme in Wertpapieren des Emittenten, Vorbeugung von Übernahmen und Auswechslung des Managements etc.).⁹ Aus diesem Paar heraus, vor allem auch dem zweitgenannten Ziel, ist die besondere Bedeutung eines Diskussions- und auch Regulierungsstrangs zu verstehen, der über die letzten Jahrzehnte hinweg als eine der wichtigsten Fortentwicklungen über das neoklassische Modell hinaus zu sehen ist.¹⁰ Seit dem bahnbrechenden Aufsatz von *Jensen* und *Meckling* zur „ownership structure“, in dem sie mit der Principal-Agent-Theorie der Finanzierungsökonomik eine gänzlich neue Richtung gaben, wird allgemein davon ausgegangen, dass **unterschiedliche Eignerstrukturen** unterschiedliche Anreizstrukturen beim Management zur Folge haben, zugleich unterschiedliche Gefährdungen für Investoren, und daher für diese rendite- und kursrelevant sind – mit daraus folgender entsprechender Regulierung bzw. Regulierungsnotwendigkeit (vgl. unten 6. Teil 5. Abschnitt).¹¹ Schließlich ist (iii) die **Möglichkeit zu Risikodiversifikation** seitens der Investoren, die Kapitalmärkte bieten, zentral.¹²

**b) Liquiditätsschaffung (mit Primär- und Sekundärmärkten) und volkswirtschaftliche 9
Entwicklung.** Mit diesen drei Basisfunktionen, die vor allem die Handlungsoptionen in den Blick nehmen (werteoptimierende, zugleich risikoreduzierende Anlageentscheidung einerseits und Anreizwirkung für die Unternehmensführungen andererseits), ist bereits eine marktweit gedachte allgemeinere Funktion angesprochen: Das Bestehen von Kapitalmärkten dient auch dazu, allgemein die **Liquidität zu erhöhen**, indem es sonst nicht genutztes Kapital einer (typischerweise unternehmerischen) Investition zuführt.¹³ Spätestens seit *Berle/Means* wird diese Funktion dahingehend verstanden, dass hierfür nicht nur die Schaffung von Primärmärkten – die erstmalige Platzierung der Investitionsinstrumente (Emission, unten Teil 6 1. Abschnitt) – unverzichtbar ist, sondern die Ausbildung von Sekundärmärkten („Zirkulationsmärkten“) von entsprechender Breite und Tiefe, auf denen die Investitionsinstrumente gehandelt werden, also auch eine Desinvestition und Reinvestition gewährleistet ist (näher unten Rn 34, 61–63). Liquidi-

⁸ In der Marktinformierung wird weit überwiegend das zentrale Mittel zur Förderung schnellstmöglicher effizienter Mittelallokation gesehen: etwa *Creaven* 60 *Fordham Law Review* 285 (299) (1992); *Grundmann* ZSR 115 n.F. (1996), 103 (114–120); *Hopt* ZHR 140 (1976), 201 und 141 (1977), 389 (411–416); *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 54–59 und 185–192; *Page/Ferguson* Investor Protection, 1992, S. 46 f.; sowie *Wiegel* Die EU-Prospekt-Richtlinie – eine dogmatische, ökonomische und rechtsvergleichende Analyse, 2008, S. 36–41 (auch zu Problemen des sog. home bias), 44–46 (mit Kurzüberblick über empirische Studien).

⁹ Vgl. hierzu namentlich *Diamond/Verrecchia* 37 *Journal of Finance* 275 (1982); *Holmstrom/Tirole* Yale School of Organization and Management Working Paper Series D No. 48, Yale School of Organization and Management; heute *Allen* in: Mayer/Vives (Hrsg.) *Capital Markets and Financial Intermediation*, S. 81 (bes. 87 und ff.); *Avgouleas* *Governance of Global Financial Markets*, S. 24 sowie 32 ff.

¹⁰ Vgl. etwa *Ross* *Finance* in: *New Palgrave Dictionary*, 314 (329–331) (Diskussionsstrang zur Eignerstruktur und zu den Anomalien, unten Rn 17, als die beiden wichtigsten Fortentwicklungen über die Neoklassik hinaus).

¹¹ Vgl. *Jensen/Meckling* *Theory of the Firm – Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976); hierzu Kurzdarstellung des Kontexts und der Fortentwicklung bei *Grundmann* in: *Grundmann/Micklitz/Renner Privatrechtstheorie*, 2015, S. 1507–1527; vgl. desweiteren zum Publizitätssystem hinsichtlich der Eignerstruktur (auch zur Funktion der sog. Beteiligungstransparenz als Schutz gegen „Anschleichen“ vor Abgabe eines Übernahmeangebots) unten 6. Teil 5. Abschnitt.

¹² Vgl. hierzu namentlich *Diamond* 57 *American Economic Review* 759 (1967); *Allen* in: Mayer/Vives (Hrsg.) *Capital Markets and Financial Intermediation*, S. 81 (bes. 87 und ff.); *Avgouleas* *Governance of Global Financial Markets*, S. 24 sowie 30 f.

¹³ Vgl. etwa *Allen/Carletti/Qian/Valenzuela* in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.), *Handbook Economics of Finance*, Bd. 2A, S. 759 (768); *Avgouleas* *Governance of Global Financial Markets*, S. 23 f.; *Fabozzi/Peterson/Drake* *Finance*, S. 113 f. sowie 129 f.; *Mishkin* *Banking and financial markets*, S. 74 f.

tät wird also sowohl dadurch erhöht, dass überhaupt Investitionskapital in Unternehmungen gelenkt wird, als auch dadurch, dass für die Investoren Instrumente der Des- und Reinvestition bereitgestellt werden.

- 10 Mit der Funktion Liquiditätsschaffung hängt ein weiterer Diskussionsstrang eng zusammen, derjenige zum **Zusammenhang zwischen der Ausbildung von Kapitalmärkten und volkswirtschaftlicher Entwicklung**. Kapitalmarktrecht war eines der wichtigsten Rechtsgebiete, anhand derer die Legal-Origin(s)-Theorie die Rechtsvergleichung revolutionierte und unter Anlegung statistischer Methoden zu belegen suchte, wie manche Rechtsordnungen volkswirtschaftlichem Wachstum zuträglich sind (vor allem die angloamerikanischen), andere hingegen dieses tendenziell bremsen (vor allem die romanischen).¹⁴ Parallel und teils unter dem Einfluss der Legal-Origin(s)-Theorie wurde prominent auch die These entwickelt (teils auch empirisch), dass die Breite und Tiefe der Ausbildung der jeweiligen Kapitalmärkte eine **positive Korrelation** mit der volkswirtschaftlichen Entwicklung aufwiesen.¹⁵ Empirisch eindeutig belegt erscheint diese Korrelation jedoch nicht, jedenfalls nicht allgemein, und in der Tat wird verbreitet auch auf zentrale Gegenbeispiele verwiesen – etwa Volkswirtschaften (wie auch der deutschen) mit relativ geringer Kapitalisierung auf Kapitalmärkten bei gleichzeitig hoher Produktivität und hohem Bruttoinlandsprodukt (Gross Domestic Product, GDP) – und allenfalls eine lockere, situationsabhängige, also partielle positive Korrelation angenommen.¹⁶ Auch in dieser Frage erscheint – wie regelmäßig in Markt- und Regulierungsfragen – die kontinuierliche Suche nach einer optimierenden Mischung zwischen Kapitalmarkt- und Kreditfinanzierung angezeigt – einer Mischung, die sich zudem stetig ändert und angepasst werden muss.

- 11 **c) Weitere Funktionen?** Weitere Funktionen werden genannt. **Teils** sind sie einer der Genannten zuzuordnen und **nur als Vertiefung** zu sehen – etwa die Funktion von Kapitalmärkten, Informationen facettenreicher zutage zu fördern als das bei Kreditvergabe durch Banken möglich erscheint (zu dieser Informationsverbreiterfunktion noch nächste Rn).

- 12 Eine Funktion freilich ist im Anschluss an die Finanzkrise stärker ins Bewusstsein getreten und auch für die Kapitalmarktregulierung bedeutender geworden: Eine Verbreiterung der Kapitalmarktfinanzierung kann auch die Funktion haben, **Systemstabilität zu erhöhen**.¹⁷ Dabei ist zu unterscheiden: Die Erhöhung von Systemstabilität kann durch regulatorische Arrangements angestrebt werden, die Stabilitätsrisiken auszuräumen suchen – etwa indem für OTC-Transaktionen zentrale Gegenparteien vorgeschrieben werden, die zugleich auch hinsichtlich ihrer Eigenkapitalausstattung u.a. aufsichtsrechtlichen Anforderungen unterworfen werden (dazu unten 6. Teil 4. Abschnitt [EMIR]) oder indem Leerverkäufe und auch Hochfrequenzhandel einem Verbotsvorbehalt (in spezifischen Sondersituationen), jedenfalls jedoch einem verstärk-

14 Namentlich *La Porta/Shleifer/Silanes/Vishny* Legal Determinants of External Finance, 52 *Journal of Finance* 1131 (1997); *dies.* Law and Finance 106 *Journal of Political Economy* 1113 (1998); dazu etwa *Deakin/Pistor* (Hrsg.) *Legal Origin Theory*, 2012; *Milhaupt/Pistor* (Hrsg.) *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development Around the World*, 2008; *Musacchio/Turner* Does the Law and Finance Hypothesis Pass the Test of History?, 55 *Business History* 524 (2013); *Siems* Legal Origins: Reconciling Law & Finance and Comparative Law, 52 *McGill Law Journal* 55 (2007); sowie den Kontext der Rechtsvergleichung und ihrer Ansätze aufbereitend *Micklitz* in: *Grundmann/Micklitz/Renner Privatrechtstheorie*, 2015, S. 342–359.

15 Vor allem *Greenwood/Smith* 21 *Journal of Economic Dynamics and Control* 145 (1997); *Levine/Zervos* 88 *American Economic Review* 537 (1998); heute etwa *Allen/Carletti/Qian/Valenzuela* in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.) *Handbook Economics of Finance*, Bd. 2A, S. 759 (768); wohl auch *Matthews/Mishkin/Giuliodori* *Banking and financial markets*, S. 23f. („channeling funds from households, firms and governments that have saved surplus ... to those that have a shortage ... essential to promoting economic efficiency ...“).

16 Vor allem *Goldsmith* *The Financial Development of India, Japan and the United States – A Trilateral Institutional Statistical and Analytical Comparison*, 1983, S. 49–54; *Toye* *Financial Structure* in: *New Palgrave Dictionary*, 381 (383).

17 Vor allem *Rechtschaffen* *Capital Markets*, S. 243.

ten Transparenzregime unterworfen werden (dazu unten 6. Teil ebenfalls jeweils 4. Abschnitt). Diese Dimension betrifft jedoch bereits die Funktionalität des Regelungsrahmens (unten IV.). Wenn Kapitalmarktfinanzierung als solcher bereits die Funktion zugesprochen wird, Systemstabilität zu erhöhen, so hat man dies zentral darauf zu beziehen, dass, wenn Gegenparteien von Finanzierungsinstrumenten auf Kapitalmärkten ausfallen, die systemischen Risiken typischerweise ungleich geringer sind. Denn Verluste sind typischerweise weniger in (nur) *einem* Kredit- bzw. Kapitalmarktteilnehmer oder -intermediär konzentriert, während umgekehrt die Verlusttragungsfähigkeit bei Banken angesichts niedriger Eigenkapitalausstattung typischerweise besonders problematisch ist und bei Banken angesichts der Anzahl, Art und Hebelung der gegenseitigen Transaktionsbeziehungen die Ansteckungsgefahr überdurchschnittlich groß ist.¹⁸ In der Tat wird das Projekt einer Europäischen Kapitalmarktunion – der Steigerung einer Kapitalmarktfinanzierung im Verhältnis zur Bankkreditfinanzierung – zentral auch mit einer angestrebten Steigerung der Stabilität des Finanzsystems begründet.¹⁹

Ähnlich janusköpfig wie die Funktion Systemstabilität ist diejenige Funktion, die vor allem **13** im institutionenökonomisch-juristischen Schrifttum wohl am häufigsten neben den Hauptfunktionen angesprochen wird: Dort wird Kapitalmärkten auch die Funktion zugeschrieben, zu einer **Reduktion der Transaktionskosten** beizutragen.²⁰ Wenn hierbei daran gedacht wird, dass etwa durch Publizitätsgebote auch Transaktionskosten (hinsichtlich der Informationseruierung) gesenkt werden oder durch Marktintegritätsregeln (mit Strafsanktion) gewisse Überwachungskosten (agency costs, vgl. etwa unten 6. Teil Rn 288, 368, 466), so handelt es sich wiederum eher um eine Funktion des Regelungsrahmens (unten IV.) als der Kapitalmärkte als solcher. Wenn hingegen einer Kapitalmarktfinanzierung als solcher bereits die Funktion zugesprochen wird, Transaktionskosten zu senken, so sind Beispiele hierfür etwa, dass auf breiten und tiefen Kapitalmärkten die Transaktionszahl so hoch sein mag, dass Kosten und Gebühren sinken (Skalenerträge), oder dass angesichts der Breite des Anlegerkreises die Informationsgenerierung/Überwachung intensiver ist und ggf. gerade für kleinere Anleger weitgehend entsprechende Aufwendungen entfallen. Beide Beispiele belegen zugleich, dass auch eine bereits bestehende wichtige Funktionalität von Kapitalmärkten durch Regulierung nicht nur gegen Eingriffe geschützt werden kann, sondern durch Regulierung auch um zusätzliche Funktionalitäten ergänzt und weiter verbessert – optimiert – werden kann.

¹⁸ Zu diesen Faktoren gesteigerter Stabilitätsrisiken im Interbanken(kredit)markt vgl. näher *Lütgerath* Die Auswirkungen der Bail-in-Instrumente des SAG auf das Aktienrecht sowie auf bank- und wertpapieraufsichtsrechtliche Kontrollverfahren BKR 2016, 279 (285); *Möslein* Grundsatz- und Anwendungsfragen zur Spartenrennung nach dem sog. Trennbankengesetz BKR 2013, 397 (398 f.); *Ruzik* Banken Krisen und -insolvenzen – Ein besonderes Phänomen BKR 2009, 133 (135); *Schieber* Entwicklungslinien des internationalen Finanzaufsichtsrechts, WM 1999, 2286 (2287); *Schneider* Finanzmarktkrise und Risikomanagement: Die neuen Mindestanforderungen an das Risikomanagement der deutschen Bankenaufsicht, WPg 2010, 269 (272–275); *Wilhelmi/Büchler* ZVglRWiss 113 (2014), 507 (509–512); allgemein zu Eigenkapitalanforderungen *Rudolph* Eigenkapitalanforderungen in der Bankenregulierung, ZHR 175 (2011), 284; vgl. auch die Pressemitteilung des Bundesfinanzministeriums vom 12. Dezember 2014, WPg 2015, 4 (4).

¹⁹ Vgl. etwa *Bergmann* in Handlexikon der Europäischen Union, 5. Aufl. 2015, Stichwort Bankenunion; *Aquilina/Kraus* Market-Based Finance: Its Contributions and Emerging Issues, Financial Conduct Authority, Occasional Paper 18, May 2016, 9, 19; *Heuer/Schütt* BKR 2016, 45 (50); *Hopt* EuZW 2015, 289 (289 f.); *Schmidt* GPR 2015, 129 (129 f.); *Veil* ZGR 2014, 544 (547); *Wilhelmi/Büchler* ZVglRWiss 113 (2014) 507 (513–517); allgemein zur Kapitalmarktunion *Hinojosa-Martínez/Beneyto* (Hrsg.) European Banking Union. The New Regime, 2015. Zum Verhältnis beider Finanzierungsarten im internationalen Vergleich (und dem weit überdurchschnittlich hohen Anteil der Bankkreditfinanzierung in der EU) vgl. *Goddard/Molyneux/Wilson* Banking in Europe: Integration, Reform, and the Road to a Banking Union, in: *Berger/Molyneux/Wilson* (Hrsg.) The Oxford Handbook of Banking, 3. Aufl. 2019, Teil 5, S. 1000 ff.

²⁰ Vor allem *Fabozzi/Peterson/Drake* Finance, S. 114 sowie 114 f., 117 f.; wohl auch *Avgouleas* Governance of Global Financial Markets, S. 24 sowie 30 f.

3. Informationsfunktion als Kernfunktion von Kapitalmärkten – und Kritik

- 14 **a) Informationsmodell in den verschiedenen Funktionen?** Zentral ist Information sicherlich für die erste oben genannte Funktion – Kapitalmärkte als Instrumente effizienter Mittelallokation. Diese Funktion wird nicht nur immer wieder als die Allerwichtigste unter den Kapitalmarktfunktionen eingestuft.²¹ Vielmehr drehen sich die wohl wichtigsten Debatten – und Kritiken – gerade um diese Funktion (dazu näher unten Rn 17). Zudem werden seit *Allen* auch zunehmend speziell in der Informationsgenerierung die wichtigsten volkswirtschaftlichen Vorteile von Kapitalmärkten gegenüber einer (Bank-)Kreditfinanzierung gesehen. Denn auf Kapitalmärkten sei die Zahl derer, die die Informationen generieren und analysieren ungleich größer als im Rahmen eines Bankkredits, die Informationsgenerierung auch eine kontinuierliche, und entsprechend reicher die Basis für die Kursentwicklung als diejenige für eine zinsmäßige Bewertung des jeweiligen finanzierten Projekts (**Informationsverarbeitung, auch im Vergleich** mit anderen Institutionen und Arrangements) – und dieser Vorteil sei besonders wichtig, wo schon die Zielrichtung der Unternehmung innovativ und unerprobt sei, in Situationen dynamischer Neuentwicklung.²²
- 15 Angesichts der zentralen Bedeutung von Publizitäts- und Informationspflichten im deutschen, Europäischen und auch US-amerikanischen Kapitalmarktrecht²³ liegt es jedoch nahe, **Elemente des Informationsmodells** nicht nur in dieser ersten Funktion zu verorten, sondern allgemeiner **in einer Reihe der genannten Kapitalmarktfunktionen**: Dies gilt schon für die Anreizfunktion. Zum einen setzen die wichtigsten installierten Anreize an den Kursen an, also am zentralen Signal für den inneren Wert der Finanzinstrumente. Zum anderen ist die **Anreizsetzung** als Strategie damit zu erklären, dass es kostengünstiger sein mag, solche Anreize zu setzen und damit die Interessen des Managements mit denen der Investoren in Übereinstimmung zu bringen oder ihnen zumindest anzunähern, als das Management direkt zu überwachen, also Kosten für direkte Informationen über seine Amtsführung aufzuwenden. Es werden also agency costs miteinander verglichen und unter die verglichenen Kosten fallen auch agency costs für Informationen. Schließlich hängt auch die Funktion der **Liquiditätsschaffung** (namentlich die Schaffung von Primär-, aber auch Sekundärmärkten) zentral von der hinreichenden Informationsbereitstellung, -verarbeitung und -verlässlichkeit ab. Damit sind die Hauptpunkte einer rechtspolitisch-rechtsökonomischen Diskussion zum Informationsmodell im Kapitalmarktrecht angesprochen:
- 16 **b) Insbes. Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH).** Die moderne Informationsökonomik zur Wirkung von Kapitalmärkten nahm ihren Ausgang bei den Schriften von *Eugene Fama*, die vor allem von *Gilson & Kraakman* für das Kapitalmarktrecht fruchtbar gemacht wurden. In einer ersten Schrift brach *Fama* gänzlich die damals noch starke, evtl. gar herrschende Ansicht, aus vergangenen Kursentwicklungen könne ein Muster auch für die Zukunft abgeleitet werden und etablierte statt dessen die sog. „random walk“-Doktrin, nach der der weitere Kursverlauf von solchen Mustern der Vergangenheit gänzlich unabhängig („random“) sei und allein von der Möglichkeit abhänge, neue Information in ihrer Auswirkung auf den intrinsischen Wert

21 So etwa *Avgouleas Governance of Global Financial Markets*, S. 6.

22 Vgl. *Allen* in: Mayer/Vives (Hrsg.) *Capital Markets and Financial Intermediation*, S. 81 (89ff., 102–105) (mit sorgfältiger Analyse verschiedener Sektoren, in denen Kapitalmarktförderung volkswirtschaftlich geeigneter erscheint, und solchen, wo sich der Bankkredit eher anbietet); ähnlich *Morrison/Wilhelm, Jr. Investment Banking*, S. 3; tendenziell auch *Rechtschaffen Capital Markets*, S. 243; unter Abgrenzung gegenüber vorangegangenen Erklärungsversuchen, namentlich von *Diamond* 51 *Review of Economic Studies* 393 (1984); *Mayer* 32 *European Economic Review* 1167 (1988); zum Vergleich von Kreditfinanzierung und Anleihefinanzierung vgl. *Willms* Die Rolle der Euro-Kapitalmärkte bei der Projektfinanzierung, *WM* 2001, 1485 (1494–1496).

23 Vgl. nur knapper (auch rechtsvergleichender) Überblick bei *Grundmann European Company Law*, § 9 Rn 58 f.

des betroffenen Finanzinstruments zu bewerten.²⁴ Wenig später – und bis heute – legte er sich darauf fest, dass Kapitalmarktkurse grds. alle öffentlich zugänglichen Informationen reflektieren (semi-strong efficiency), wenn auch nicht alle (auch die nichtöffentlichen) Informationen (strong efficiency), sie also den intrinsischen Wert des Finanzinstruments widerspiegeln, den dieses hätte, würde die tatsächliche Lage durch die öffentlich zugängliche Information erschöpft.²⁵ Mit *Stigler* und seinen grundlegenden Studien dazu, dass Märkte nie (sofort) vollständig informiert sein können,²⁶ ist dies dahingehend zu präzisieren, dass die öffentlich verfügbare Information sich nach dieser These weitestgehend und auch sehr zeitnah in den Kursen wieder spiegelt. Heute kann diese Form der sog. Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH, auch EMH) als die (immer noch) herrschende Auffassung in der Finanzökonomik verstanden werden, wenn auch gewisse (weitere) Einschränkungen auf Grund von Irrationalitäten konzediert werden,²⁷ und ihre Bedeutung für die Funktionalität von Kapitalmärkten (namentlich die Allokationsfunktion, aber auch die genannten anderen Funktionen) ist ebenso offensichtlich wie ihre Bedeutung für Regulierungsstrategien und die Funktionalität des jeweiligen Regelungsrahmens (unten IV.). Das Modell stellt darauf ab, dass die öffentliche Information rational verarbeitet wird und, je weitergehend die für den intrinsischen Wert relevante Information auch öffentlich gemacht wird, dass der Kurs auf Kapitalmärkten den intrinsischen Wert des Finanzinstruments auch tatsächlich widerspiegelt.

c) Anomalien und Behavioral Finance. Obwohl heute – jedenfalls für Zwecke der juristischen Regulierung – grundsätzlich von der Efficient Capital Market Hypothesis ausgegangen wird, ist heute ähnlich unangezweifelt, dass es Anomalien gibt, die systematisch auftreten und nicht mit dem Ausgangspunkt in Übereinstimmung gebracht werden können, dass Kurse die öffentlich verfügbare Information auf rationale Weise reflektieren. Am anerkanntesten ist der sog. post-earnings-announcement-drift, der überstarke und nur recht kurzfristige Kursausschlag

24 *Fama* 38 *The Journal of Business* 34, bes. 37 ff. (1965) (bes. S. 39: „one of the forces which helps to produce independence of successive price changes [from patterns of price changes in the past] may be ... that the trader has a special talent for predicting the appearance of new information and evaluating its effects on intrinsic values [of the stock] ...“

25 *Fama* 25 *Journal of Finance* 383 (1970); und Verteidigung gegen Kritik, insbes. Stellungnahme zur (seiner Ansicht nach eher geringen) Bedeutung von behavioral finance und kognitiven Verzerrungen: *ders.* 49 *Journal of Financial Economics* 283–306 (1998); für das Kapitalmarktrecht fruchtbar gemacht durch *Gilson/Kraakman* 70 *Virginia Law Review* 549, 553 f. (1984); detaillierte Analyse zur Frage, ob die Erkenntnisse aus der Finanzkrise nicht die ECMH im Grundsatz in Frage stellen (verneinend): *Gilson/Kraakman* Market efficiency after the financial crisis – it’s still a matter of information costs, 100 *Va. L. Rev.* 31 (2014); aus Sicht nach der Finanzkrise auch *Coffee* in: *Ferran/Moloney/Hill/Coffee* (Hrsg.) *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, 2. Aufl. 2013, S. 301.

26 Vgl. *Stigler* *The Economics of information*, 69 *Journal of Political Economy* 213 (1961) – wo er aus dem Umstand, dass Arbitrage selbst bei Preisen existiert, überzeugend schließt, dass vollständige und sofortige Information nicht einmal bei so homogenen Parametern wie Preisen möglich sei. Hierzu, zum Kontext und zur Bedeutung für die Fortentwicklung der Informationsökonomik vgl. zusammenfassend *Grundmann* in: *Grundmann/Micklitz/Renner* *Privatrechtstheorie*, 2015, S. 968–984. Spezifisch für die Kapitalmärkte: zuerst *Stigler* *Public Regulation of the Securities Market*, 37 *Journal of Business* 117 (1964); und vor allem *ders.* *Imperfections in the Capital Market*, 75 *Journal of Political Economy* 287 (1967); und später auch *Grossmann/Stiglitz* *On the Impossibility of informationally efficient markets*, 70 *American Economic Review* 393 (1980); als Quintessenz aus seinen grundlegenden Beiträgen über die praktisch unvermeidbare Inhomogenität der (Kapitalmarkt-)Information: *Grossmann* *On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information*, 31 *Journal of Finance* 573 (1976); *ders.* *Further results on the informational efficiency of competitive stock markets*, 18 *Journal of Economic Theory* 81 (1978).

27 Etwa *Fenn/McGuire/Prentice* *Information Imbalances and the Securities Markets*, in *Hopt/Wymeersch* (Hrsg.), *European Insider Dealing*, 1992, S. 3 (5); *Fishman/Hagerty* 44 *J. Fin.* 633 (1989); *Trigo* *Trinidad* ERPL/REDC 2000, 281 (284 und 287); *Malkiel* 17 *Journal of Economic Perspectives* 59 (2003); *Moloney* *EU Securities and Financial Markets Regulation*, S. 57 f.; zur ökonomischen Theorie auch prägnanter Überblick bei: *Wiegel* *EU-Prospekt-Richtlinie* (Rn 6), S. 19–81.

nach Gewinnmeldungen, in denen einerseits ja nur bereits sonst großteils öffentlich bekannte Informationen zusammengefasst sind und die andererseits nicht im Zeitpunkt unmittelbar nach Meldung stärker wirken als einige Zeit danach.²⁸ Theoretisch ist damit die Frage gestellt, wie mit solchen Anomalien bei der Anlage von Regulierung umzugehen ist. Die darauf reagierende Behavioral Finance Literatur fußt hierbei vor allem auf Zweierlei: einerseits auf der seit *Kahneman & Tversky* zunehmend stärker ausdifferenzierten Analyse der Situationen, in denen Akteure begrenzt rational reagieren, obwohl die Information öffentlich verfügbar ist, also in denen sie kognitiven Irrtümern unterliegen, namentlich mit der sog. Prospect Theory, vor allem Überoptimismus, zu starkem „blindem“ Vertrauen auf einmal erkannte (Entwicklungs- und Deutungs-)Muster, zu starker Stützung der Entscheidungen auf die gerade verfügbaren „erstbesten“ Informationen;²⁹ andererseits jedoch auf der Erkenntnis, dass diese Verzerrungen („biases“) nicht bei allen Akteuren in gleicher Weise auftreten, bei manchen gar nicht,³⁰ Regulierung also von unterschiedlich reagierenden Akteuren ausgehen muss. Die daraus heute primär abgeleitete Strategie scheint dahin zu gehen, diese Anomalien und Verzerrungen weiter auf Regelmäßigkeit und Vorhersehbarkeit hin zu untersuchen, um überhaupt die Frage sinnvoll stellen zu können, in welchen Fällen und in welcher Form regulativ reagiert werden soll, andererseits jedoch den Ausgangspunkt *nicht* aufzugeben, dass öffentliche Information effiziente Mittelallokation auf Kapitalmärkten befördert.

III. Funktionen von Investment Banking

- 18 **1. Banken als zentraler Kapitalmarktintermediär.** Nicht nur zwischen der Alternative direkte Finanzintermediation (mit dem Bankkreditgeschäft, oben 4. Teil) und indirekte Finanzintermediation (mit der Finanzierung auf Kapitalmärkten) besteht Wettbewerb, hier Wettbewerb zwischen verschiedenen institutionellen Arrangements (oben 1. Teil Rn 12 und oben Rn 7). **Wettbewerb besteht auch zwischen den Leistungen verschiedener Kapitalmarktintermediäre**, hier nun zwischen verschiedenen professionellen Kapitalmarktteilnehmern und -anbietern. Bei den Banken handelt es sich jedoch um die mit Abstand **wichtigsten Kapitalmarktintermediäre** (zum Kreis derselben vgl. auch noch unten 2. Abschnitt unter I.).³¹ Auch im

28 Ursprünglich *Ball/Brown* An empirical evaluation of accounting income numbers, 6 Journal of Accounting Research 159 (1968); heute etwa *Bloomfield* Behavioral Finance in: New Palgrave Dictionary, 438 (438–440, dort auch zu weiteren Anomalien, zu einem Gutteil weniger anerkannt); *Hellgardt* Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität als strafbare Marktmanipulation, ZIP 2005, 2000 (2005); grundlegend für den Gesamtkomplex im deutschen Schrifttum: *Klöhn* Kapitalmarkt, Spekulation und behavioral finance.

29 *Kahneman/Tversky* Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, 47 Econometrica 263 (1979); eingehend dazu auch *Hacker* Verhaltensökonomik und Normativität. Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen, 2017, Teil 1 § 3c und § 5 (S. 59–71 und 159–202); Aufzählungen und Kurzbeschreibungen der wichtigsten Verzerrungen bei *Jolls/Sunstein/Thaler* A Behavioral Approach to Law and Economics, 50 Stanford Law Review 1471 (1997/98), Liste im Annex 1548–1550; vgl. auch *Jolls* Behavioral Law and Economics, in: Diamond (Hrsg.) Behavioral economics and its application, 2007, S. 115; *Jolls* Behavioral Economics and the Law, 2011; *Korobkin/Ulen* Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, 88 California L. Rev. 1051 (2000); für eine Anwendung auf die Regulierung von Finanzdienstleistungen und Kapitalmärkten vgl. *Langevoort* Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation, 97 Northwestern University L. Rev. 135 (2002); vgl. auch *Grundmann* in: Grundmann/Micklitz/Renner Privatrechtstheorie, 2015, bes. S. 875–902 (mit Einordnung von *Kahnemann/Tversky* in den Kontext der breiteren Entwicklung).

30 Etwa *Bloomfield* Behavioral Finance in: New Palgrave Dictionary, 438 (442); *DellaVigna* Psychology and Economics: Evidence from the Field, 2009 Journal of Economic Literature, 315 (361); *Hacker* Verhaltensökonomik und Normativität. Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen, 2017, Teil 1 § 4 (passim, bes. S. 130–136), m. w. Nachw.

31 *Boyd* Financial intermediation, in: New Palgrave Dictionary, S. 358 (358 f.) (mit Zahlenmaterial); *Fabozzi/Peterson/Drake* Finance, S. 116–118; *Fleuriet* Investment Banking, S. 34 f.; 292; *Morrison/Wilhelm Jr* Investment

Rahmen der *indirekten* Finanzintermediation handelt es sich um Unternehmen mit hoher Hebelung (namentlich aufgrund geringen Eigenkapitalanteils).³² Den dadurch begründeten systemischen Gefahren versucht man strukturell mit verschiedenen Formen von Spartenrennung bzw. Trennbankensystemen zu begegnen (näher 5. Teil Rn 24f. und unten Rn 43–45). Angesichts der Konkurrenz mit anderen Kapitalmarktintermediären und -anbietern ist bei der Funktionsbeschreibung die Frage nach Alternativen wiederum allgegenwärtig – obwohl sie weniger prominent und explizit gestellt wird als für die Alternative Bankkredit/Kapitalmarktfinanzierung. Das Geschäft anderer Kapitalmarktintermediäre ist zwar nicht (primärer) Gegenstand dieses Kommentars. Nicht nur die Frage nach der Alternative zu anderen Kapitalmarktintermediären ist freilich mitzudenken, sondern vor allem auch die Frage nach der Komplementarität.

Zentral für die Funktionalität des *Investment Banking* ist, dass Banken einerseits **Transaktionen nur vermitteln** und (gestaltend und informierend) begleiten, andererseits aber vielfach auch als **Transaktionspartner mit Eigenengagement** auftreten – am wichtigsten mit dem Eigenhandel und in ihrer Rolle als Gegenpartei von Derivaten.

2. System der Funktionen von *Investment Banking*

a) Transformationsleistung, Transaktionsabwicklung und Informationsverarbeitung und -umsetzung. Resümiert man die juristisch-ökonomische Literatur zu den Funktionen des *Investment Banking*, die sich naturgemäß durch starke Transdisziplinarität auszeichnet, und dies vor allem aus Deutschland und den Ländern mit weltweit zentralen Finanzzentren, so stehen **drei Funktionen des *Investment Banking* im Vordergrund**. Diese hängen zwar alle drei zusammen, sind konzeptionell jedoch zu trennen (und dann umgekehrt unter Bezug aufeinander jeweils zu denken und zu erklären): Mit Worten von *Achleitner* sind das (i) Transformationsleistungen, (ii) Transaktionsabwicklung und (iii) die Informationsverarbeitung und -umsetzung.³³ Führt man sich diese Funktionen vor Augen, so wird bereits deutlich, wie sie sämtlich im Grundsatz **darauf ausgerichtet sind, die oben unter II. genannten Funktionen von Kapitalmärkten zu befördern**: vor allem die Informationsverarbeitung und -umsetzung durch Kreditinstitute als Informationsintermediäre (oben [iii]) ist unverzichtbar, um eine effiziente Allokation durch Kapitalmärkte zu befördern ebenso wie – spiegelbildlich – die richtigen Governanceanreize für das Management zu verbürgen (oben Rn 8). Sodann sind vor allem die Transformationsleistungen (oben [i]) unabdingbar sowohl für eine Gestaltung risikodiversifizierender Anlage als auch – und in besonderem Maße – für die Liquiditätsschaffung (oben Rn 9f.), und schließlich ist die sichere und kostensparende Transaktionsabwicklung (oben [ii]) wichtig als Infrastruktur der Kapitalmärkte und ihrer Funktionen, zugleich jedoch auf Transaktionskostensparnis ausgerichtet (oben Rn 13). Diese Ersparnis ist als Ziel und Pflicht den Kreditinstituten und Wertpapierfirmen zudem auch mit dem Regelungsrahmen rechtsverbindlich vorgeschrieben.³⁴ Etwas mehr Tiefenschärfe ist den drei Hauptfunktionen am besten anhand von Beispielen zu geben:

Banking, S. 3, 95; *Stowell* Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, S. 8, 17, 21; zur (auch durch technische Innovation geförderten) gegenläufigen Tendenz von Disintermediation und der Auswirkung auf Regulierungsbemühungen aus jüngerer Zeit ausführlich *Möslein* (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, 2014; *Baumann* BKR 2016, 355 (etwa *RoboAdvice*).

³² *Fabozzi/Peterson/Drake* Finance, S. 145.

³³ *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 24 (Ausführungen S. 24 ff.); ähnlich, im Wesentlichen nur weiter ausdifferenzierend: *Merton/Bodie* A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in: Crane [et al.] (Hrsg.), The Global financial system, S. 12–16 ([i] Transfer of Economic Ressourcen sowie Managing Risks, [ii] Clearing and Settling Payments sowie Economics of Pooling, vor allem bei der Ausführung, [iii] Providing Information; zusätzlich „Dealing with Incentive Problems“, dazu unten Rn 24).

³⁴ Dies sowohl durch spezielle Normen, etwa § 82 WpHG (§ 33a WpHG a.F.), als auch durch die Interessenwahrungspflicht als Generalklausel: vgl. etwa *Fuchs/Fuchs* § 31 WpHG Rn 41; *Fuchs/Zimmermann* § 33a

- 21 Die (i) **Transformationsleistungen betreffen Losgrößen, Fristen, Liquidität und Risiken**, für alle ist es wichtig, dass sie „transformiert“ und „adaptiert“ werden können, etwa: Bei der Emission wird ein Investitionsvolumen (typischerweise im Millionenbereich) auf Größen heruntergebrochen, die auch für Privatanleger relevant sind (**Losgrößentransformation**), dabei die (angesichts der Zahl der Investoren i.d.R. wichtige) Platzierungskraft der emissionsbegleitenden Institute genutzt (Zugang zu Investoren, Reputation bei diesen), und, wenn die Emission auch die Einführung/Zulassung der Instrumente in/zu Sekundärmärkte(n) umfasst, auch eine langfristige Kapitalaufbringung (für den Emittenten) verbunden mit einer jederzeitigen Liquidierbarkeit auf Sekundärmärkten (beim Investor), also **Fristentransformation** betrieben (näher unten Rn 61–63 und 6. Teil 1. Abschnitt).³⁵ Dass Eigenemissionen des Emittenten (außer durch Kreditinstitute) jedenfalls auf organisierten Kapitalmärkten praktisch nicht stattfinden (vgl. auch § 32 Abs. 2 BörsG) und auch vor der Qualifikation des Emissionsgeschäfts als Bankgeschäft nicht stattfanden (vgl. unten 6. Teil Rn 17), legt nahe, dass diese Transformationsleistungen zwar theoretisch auch anders erbracht werden könnten, jedenfalls in der Praxis jedoch unverzichtbar sind und durch Kreditinstitute und Wertpapierfirmen erbracht werden müssen. Dabei ist nicht in Abrede zu stellen, dass gerade in diesem Stadium angesichts der vielfältigen Anforderungen an eine Markteinführung, etwa im Bereich des Emissionsprospekts, sicherlich auch die Informationsverarbeitungsfunktion (unten Rn 23) besonderes Gewicht hat. **Liquiditätstransformations-** und vor allem **Risikotransformationsleistungen** werden etwa erbracht, wenn – wiederum bei der Emission – eine erhebliche Losgröße fest übernommen und vorab finanziert wird (firm commitment underwriting, unten 6. Teil Rn 18) oder wenn Institute bereit sind, als Gegenparteien bei Derivaten zu fungieren (unten 6. Teil 4. Abschnitt).³⁶
- 22 Die Leistungen bei (ii) der **Transaktionsabwicklung** (clearing and settling of payments, einschließlich economics of pooling)³⁷ – namentlich die Auswahl der besten Ausführungsart (vgl. § 82 WpHG und unten 7. Teil) und das depotrechtliche Engagement bei der Übereignung (Transfer der Inhaberschaft) und bei der Verwahrung – sind vor allem im Hinblick auf Schnelligkeit, Sicherheit, Kostengünstigkeit und Schutz der erworbenen Rechte zu beurteilen (Letzteres etwa durch Schutz vor Abhandenkommen oder Insolvenz des Verwahrers). Wiederum spielen auch Informationsverarbeitungselemente eine Rolle, etwa bei der Frage, welche Ausführungsplätze, aber auch welche Verwahrungsformen und -plätze zu wählen sind (dazu dann der Abschnitt zum Depotrecht im 8. Teil, etwa Rn 311–380).
- 23 Als alles überwölbende Funktion des Investment Banking ist (iii) die **Informationsverarbeitung und -umsetzung** zu sehen.³⁸ Hier geht es gleichermaßen um die Expertise, die Kredit-

WpHG Rn 19–21; KölnKomm WpHG/Möllers § 31 Rn 119; KölnKomm WpHG/Früh/Ebermann § 33a Rn 80–82; Schwark/Zimmer/Rothenhöfer § 63 WpHG Rn 32; Schwark/Zimmer/v. Hein § 82 WpHG Rn 51.

³⁵ Zu Losgrößen- und Fristentransformation im Investment Banking näher *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 24 ff.; *Möslein* BKR 2013, 397 (398); *Schröder* Untreue durch Investitionen in ABS-Anleihen NJW 2010, 1169 (1171–1174); *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* Bankbetriebslehre, S. 5–9; BankR-Hdb/*Fischer/Boegl* § 129 Rn 37–39; *Boss/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer* § 1 KWG Rn 90 f.; zu den Zusammenhängen zwischen der Fristentransformation und Finanzkrise vgl. *Hellwig* Finanzkrise und Reformbedarf, NJW-Beil 2010, 94 (94–96); *Meyer* Finanzmarktkrise und Organhaftung, CCZ 2011, 41 (46 f.).

³⁶ Zur Liquiditätstransformation im Investment Banking näher *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 31 ff. Und zur Risikotranstransformation *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 24 ff; *Cox/Hillman/Langevoort* Securities Regulation, S. 110–112 (mit starker Betonung vor allem auch der Informationsverarbeitungsfunktion); *Hopt/Binder/Böcking/Waschbusch/Kakuk* Handbuch Corporate Governance von Banken und Versicherungen, 2020, § 20 Rn 2; *Möslein* BKR 2013, 397 (398).

³⁷ Vgl. *Merton/Bodie* in: Crane [et al.] (Hrsg.), *The Global financial system* (Fn 33), S. 12–14; *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 26 ff.; zur wichtigen Informationsverarbeitungskomponente auch bei der Transaktionsabwicklung etwa auch *Avgouleas* Governance of Global Financial Markets, S. 5.

³⁸ Zur überragenden Bedeutung näher unten Rn 26. Zur näheren Beschreibung dieser Funktion etwa *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 27 ff.; *Avgouleas* Governance of Global Financial Markets, S. 5; *Morrison/Wilhelm Jr* Investment Banking, S. 4 f., 8, 35.

institute vermitteln (für Entscheidungen des Kunden, etwa bei der Anlageberatung) und die sie selbst einsetzen (bei eigenem Handeln, etwa beim Portfoliomanagement oder bei Ausführungsakten und Depotleistungen) oder aber auch in intensiverer Zusammenarbeit und Austausch mit dem Kunden fruchtbar machen (etwa bei der Prospekterstellung). Die **Informationsfunktion ist so wichtig**, dass sie für die wichtigsten einzelnen Phasen, aber auch allgemeiner für die Rolle von Kreditinstituten als Informationsintermediäre nochmals in den Blick genommen werden soll (unten Rn 26–28). Genereller wird die informationelle Position der Banken im jüngeren Schrifttum als so stark eingestuft, dass sie beim Handeln auf Kapitalmärkten häufig nicht nur als „Begleiter“ gesehen werden, sondern vielmehr häufig als die eigentlich treibende Kraft, die proaktiv vielversprechende Lösungen entwickelt, gerade im Verhältnis zu Emittenten und Unternehmen. Banken sind dann als **Kapitalmarkt-Unternehmer** zu verstehen.

b) Anreizgestaltung, Marktschaffung, ... und weitere Funktionen? Bei solch einem Verständnis der Expertise und der Funktion von Banken beim Investment Banking wird vor allem auf Folgendes hingewiesen: Funktion der Intermediäre im Investment Banking sei nicht zuletzt auch das Hinwirken auf ein **effizientes System der Anreize**.³⁹ Hierbei handelt es sich, wenn man solch eine Funktion dem Investment Banking zuschreibt, um eine Querschnittsfunktion, die bei *allen* Leistungen der Transformation, Transaktionsabwicklung *und* Informationsverarbeitung und -weitergabe eingreift: Aufgabe des Investment Banking wäre es demnach auch, etwa solche Informationsaufdeckung anzuregen, die eine effiziente Mittelallokation befördert, oder auf Gestaltungen zu dringen, die dem Management die Governanceanreize für eine möglichst gute Wertentwicklung des Emittenten geben. Zu erklären ist solch eine Funktion vor allem, wenn man die Banken als die wichtigsten Kapitalmarktintermediäre **im Investment Banking als zentrale Gestalter** versteht und angesichts dieser Gestaltungsmacht auch eine Verantwortung für das Funktionieren von Kapitalmärkten und vor allem für Investoren annimmt, die rechtlich in der Interessenwahrungspflicht *stricto sensu* zu verorten wäre (etwa für die zentrale sekundärmarktrechtliche Informationspflicht Art. 24 Abs. 1 MiFID II, § 63 Abs. 1 WpHG). Bei dieser Sicht wird betont, dass mit Investment Banking nicht nur auf Märkten agiert und gehandelt wird, sondern Märkte neu geschaffen werden ebenso wie die Produkte und die Strategien für die Emittenten als die zentralen Nutzer der Kapitalmärkte auf Angebotsseite.⁴⁰ *Morrison/Wilhelm* sprechen vom Investment Banking als dem eigentlichen „information marketplace“ und von den Banken als den eigentlichen „financial engineers“.

Die **weiteren Funktionen**, die für Kapitalmärkte erörtert wurden, sind auch für das Investment Banking kurz in den Blick zu nehmen, obwohl sie hierfür weniger explizit diskutiert oder auch gar nicht angesprochen werden. Das ist einerseits die **Transaktionskostensenkung**. Diese ist als Funktion des Investment Banking nicht zu bezweifeln, für die Transaktionsabwicklung wird sie auch durchaus hervorgehoben (oben Rn 22), und nach dem Gesagten sind (Investment-)Banken sogar grds. zur Transaktionskostensenkung verpflichtet (Interessenwahrungspflicht, oben Rn 20). Weitergehend ist jedoch davon auszugehen, dass es sich um **eine zentrale und generelle Funktion des Investment Banking** handelt, etwa auch bei der Schlüsselfunktion Informationserhebung, -verarbeitung und -weitergabe (vgl. noch unten 8. Teil zu § 63 WpHG). Schon die Konkurrenz zwischen den Intermediären sollte, wenn die jeweiligen Transaktionskosten aufgedeckt werden (müssen), transaktionskostenoptimierende Maßnahmen befördern. Insbesondere die Bündelung von Auftragsausführung und die massenweise Nutzung derselben Information schaffen offensichtliche Kostenvorteile (Skalenerträge). Andererseits wird für die

³⁹ *Merton/Bodie* in: Crane [et al.] (Hrsg.) *The Global financial system* (Fn 33), S. 16; *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 24; *Morrison/Wilhelm Jr* Investment Banking, S. 84–88, 95f.

⁴⁰ *King/Levine* in: Mayer/Vives (Hrsg.) *Capital Markets and Financial Intermediation*, S. 156 (156 und 187); *Morrison/Wilhelm, Jr.* Investment Banking, S. 4–6.

Kapitalmärkte auch die **Funktion einer Stabilisierung des Finanzsystems** genannt, vielleicht sogar als ganz zentral gesehen (Kapitalmarktunion, oben Rn 12). Banken freilich werden im Gefolge der Finanzkrise überwiegend vor allem als ein – oder gar als das zentrale – Risiko für die Stabilität des Finanzsystems gesehen. Dennoch sollte auch das Potential von Investment Banking für eine Stabilisierung des Finanzsystems gesehen werden – und dieses jedenfalls auf eine solche Funktion verpflichtet werden.⁴¹

3. Informationsfunktion als Kernfunktion von Investment Banking

- 26 **a) Zentralität von Kapitalmarktinformation und Zentralität der Banken hierbei.** Vielfach wird einerseits die Informationsverarbeitungs- und -weitergabefunktion als die herausragende des Investment Banking gesehen,⁴² zugleich für die Kapitalmarktinformation und ihr Funktionieren **kein Intermediär als so zentral wie die Banken** (Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, schon oben Rn 18). In den Grundzügen kann das mit folgenden Elementen erklärt werden: Das Rohmaterial an Informationen beschaffen zwar zu einem Gutteil Emittenten, teils geben sie die Information (vor allem Folgepublizität) auch direkt und ohne bankseitige Prüfung an die Kapitalmärkte (wie bei der Jahres-, Finanz- und Zwischenberichtserstattung sowie Beteiligungstransparenz, auch Ad-hoc-Publizität, vgl. auch oben Rn 1 und unten Rn 34). Die allgemeine Prüfung, Aufbereitung und (haftungsmäßige) Verbürgung der zentralen Informationen liegt dennoch in der Hand der Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, mit der Prospektbegleitung, der individuellen Beratung und Aufklärung der Kunden beim (individuellen) Wertpapierhandel, teils auch mit der Beratung der Emittenten bei den genannten Punkten der Folgepublizität. Außerdem haften die Kreditinstitute und Wertpapierfirmen für diese Information, ihre Prüfung und richtige Auswahl, namentlich mit der Prospekthaftung (§§ 8 WpPGff., bis 2019 §§ 21ff. WpPG a.F.) und Beratungshaftung (§§ 63ff. WpHG, bis 2018 §§ 31 WpHG a.F.), ggf. auch bei Fehlern in der Folgepublizität, wenn sie hier hinreichend Verantwortung übernommen haben (vgl. etwa § 97, 98 WpHG) – und bei der Haftung sind sie aufgrund ihrer Solvenz häufig der einzige wirtschaftlich relevante Anspruchsgegner. Die Banken fungieren also **in Kapitalmärkten als die (einzig) allgemeinen Informationssammelstellen, -zertifizierer und -garanten**. Natürlich treten weitere Informationsintermediäre und „Gatekeeper“ daneben (zum Konzept noch unten Rn 47–54), doch stets geschieht dies deutlich punktueller. Das gilt etwa für Ratingagenturen, Abschlussprüfer und Finanzanalysten sowie Autoren öffentlicher Anlageberatung (vgl. unten 6. Teil Rn 569–571). Wird die Stellung der Banken als der zentralen Informationsintermediäre in Kapitalmärkten analysiert, so wird meist als die erste Unterscheidung diejenige zwischen Primärmärkten und Sekundärmärkten gewählt.⁴³

- 27 **b) Information in Primärmarkt und Emissionsgeschäft.** Historisch bildet das Emissionsgeschäft – die erstmalige Platzierung (Emission) von Finanzinstrumenten beim Anlegerpublikum – den Ausgangspunkt des Investment Banking, und auch heute noch wird es als das Herz-

41 Dies ist speziell im Hinblick auf das Investment Banking auch sicherlich der Fall, schon vom Bankaufsichtsrecht der Europäischen Bankenunion her. Zwei Beispiele hierfür sind, dass Investmentbanken und auch funktionale Äquivalente – wie die zentralen Gegenparteien im OTC-Handel – auf eine bankaufsichtsrechtlich (im Detail) vorgegebene Eigenkapitalausstattung verpflichtet werden (vgl. oben 1. Teil Rn 95–98 und unten 6. Teil 4. Abschnitt) und dass schon das Bankaufsichtsrecht eine Verpflichtung auf Marktintegrität enthält, um Stabilitätsrisiken zu minimieren, die aus Vertrauenskrisen beim Anlegerpublikum resultieren können (vgl. oben 1. Teil Rn 62 und unten 6. Teil Rn 369, 466)

42 Achleitner Handbuch Investment Banking, S. 36; Morrison/Wilhelm Jr Investment Banking, S. 3f., 8, 35.

43 Etwa Fabozzi/Peterson/Drake Finance, S. 145; Fleuriet Investment Banking, S. 34 (zusätzlich als Drittes die Begleitung von Übernahmen und Fusionen, die freilich i.d.R. zu den sekundärmarktrechtlichen Transaktionen, wenn auch außergewöhnlich Gewichtigen, gezählt werden).

stück – und der wichtigste Bereich – des Investment Banking gesehen (ganz unabhängig von Profitabilitätsvergleichen zwischen den verschiedenen Geschäften).⁴⁴ Gerade die Emission von Finanzinstrumenten („Primärmarkt“, vgl. unten Rn 61) ist zwar auch gekennzeichnet durch eine erhebliche Transformations- und Transaktionsabwicklungsleistung (schon oben Rn 20–23). Gerade die Informationsprobleme jedoch wären ohne die Inanspruchnahme von Finanzintermediären praktisch unüberwindbar,⁴⁵ namentlich von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (die auch rechtlich in Deutschland das Monopol insoweit haben, unten Rn 47 sowie unten 6. Teil Rn 2–7). Ohne die Kenntnis der Investoren und umgekehrt die Reputation der Kreditinstitute bei den Investoren, mit der die bei diesen hinsichtlich des Emittenten bestehenden Informationsasymmetrien deutlich abgemildert werden, wäre eine Emission i.d.R. praktisch nicht möglich. Selbst eine vollständige Darstellung der wertrelevanten Umstände im Emissionsprospekt wäre ohne die (Mit-)Haftung und Reputationsbürgschaft seitens der Kreditinstitute für viele, ggf. die meisten Investoren als Information nicht hinreichend „verlässlich“. Schon bei der Auswahl geeigneter Emissionskandidaten handelt es sich um eine zentrale Informationsbereitstellungsleistung seitens der Kreditinstitute.

c) Information in Sekundärmarkt und Wertpapierhandel. Nicht weniger allbeherrschend scheint die Informationsfunktion des Investment Banking in den Sekundär- oder Zirkulationsmärkten. Zwar zählt hierher durchaus auch die Transaktionsabwicklungsleistung, die bei der Übertragung der Inhaberschaft und bei der Verwahrung erfolgt (Depotrecht, unten 8. Teil, 2. Abschnitt), und auch die Rolle der Banken als Gegenparteien (mit Risikotransformation, aber auch anderen Transformationsleistungen) wurde angesprochen. Dennoch erscheint keine Funktion als so zentral, so haftungsgeneigt und auch umstritten wie die Informationsfunktion in den Einzeltransaktionen des Wertpapierhandels. Die Geschichte, Rechtsprechung und Diskussion im Schrifttum zu §§ 63 ff. WpHG und dem sog. Anlageberatungsvertrag legen hiervon deutlich Zeugnis ab.⁴⁶ Gerade bei der Erschließung breiter Anlegerkreise – und damit beispielsweise auch für die Liquiditätsschaffungsfunktion – ist wohl keine andere Dienstleistung des Investment Banking so zentral wie die **Zusammenfassung und richtige Proportionierung der relevanten Information für den individuellen Kunden** (einschließlich der know your customer rule).⁴⁷

⁴⁴ Zur historischen Vorreiterstellung etwa *Ianotta* Investment Banking, S. vii. Zur Vorrangstellung auch im heutigen Geschäft und im Bild des Investment Banking etwa *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 477; *Morrison/Wilhelm, Jr.* Investment Banking, S. 3.

⁴⁵ Deutlich etwa *Cox/Hillman/Langevoort* Securities Regulation, S. 110–112; auch *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 28–30; *Morrison/Wilhelm Jr* Investment Banking, S. 4 f., 95 f.

⁴⁶ Diese absolut zentrale Rolle der §§ 63 ff. WpHG im Sekundärmarktrecht betonen ebenfalls *Einsele* ZHR 180 (2016), 233 (234 f.); *Grigoleit* ZHR 177 (2013), 264 (265–269); *Möllers* Europäische Gesetzgebungslehre 2.0: Die dynamische Rechtsharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel von MiFID II und PRIIP, ZEuP 2016, 326 (332–338); *Fuchs/Fuchs* Vor §§ 31 ff. WpHG Rn 54–56; KölnKomm WpHG/*Möllers* § 31 Rn 1 f.; schon *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, 1. Aufl. 2004, Rn 724.

⁴⁷ Zur Funktion, die relevante und öffentlich verfügbare Information zum Anlageinstrument, die freilich für den jeweiligen Anleger zu komplex ist, in eine für ihn verständliche Grundlage der Anlageentscheidung zu transformieren und dabei entsprechend zu komprimieren und zuzuspitzen, als der zentralen Funktion der Anlageberatung vgl. etwa: *Grundmann/Kerber* in: *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.), *Party Autonomy*, 264 (269–271, 291); *Moloney* (2002) 3 *EBOR* 293 (311 f. und 323); *Assmann/Schneider/Mülbert/Koller* WpHG, § 63 Rn 1 (allerdings nur „Nebenzweck“ – neben dem [freilich damit engst verbundenen] Ziel der Kapitalmarkteffizienz); *Heinze* Primärmarkt, S. 376–386; zum Informationssystem der §§ 63 ff. WpHG vgl. 8. Teil.

IV. Funktionen des Regelungsrahmens – Regelungsziele

1. Regelungsrahmen und Regelungsziele – ein vielschichtiges System

- 29 **a) Regelungsrahmen für verschiedene Rechtsbeziehungen.** Kapitalmarktrecht und **Investment Banking** sind aus den verschiedensten Gründen *außerordentlich vielschichtige (rechtliche) Untersuchungsgegenstände*: In wenigen Rechtsgebieten ist die Einbeziehung anderer Wissenschaftsdisziplinen so wichtig, in wenigen eine Verbindung von Regulierung und klassischem Privatrecht so allgegenwärtig und praxisrelevant und in wenigen eine Symbiose zwischen Europäischer Ebene und nationaler Ebene sowie die Verbindung von Rechtsrahmen und kautelarjuristischer Gestaltung so unverzichtbar. Dies allein begründet die herausragende Vielschichtigkeit des Rechtsgebiets. Und die herausragende volkswirtschaftliche Bedeutung wird bereits durch den Umstand angedeutet,⁴⁸ dass für die prominenteste (und kontroverseste) Forschungsrichtung zu komparativen Vorteilen verschiedener Rechtssysteme – die legal origins Forschung (oben Rn 10) – gerade das Finanz- und Kapitalmarktrecht den zentralen und ersten Analysegegenstand bildete. Dieses ist jedoch auch in besonderem Maße ein **Querschnittsgebiet**, mit dem Funktionsbezüge quer durch verschiedene klassische Rechtsgebiete hergestellt werden. Diese Dimension ist zentral für den **Aufbau des Bandes zum Investment Banking**, was hier jedoch nur nochmals in Erinnerung zu rufen ist (ausführlicher schon oben Rn 1–5): Das Charakteristikum des Regelungsrahmens zum Bankrecht, vor allem zum Investment Banking, sind seine **drei Ausgestaltungsrichtungen**: Neben das Recht und die Pflichten, die **gegenüber Märkten** allgemein zu erfüllen sind (allein wegen Zulassung von Anlageinstrumenten zu bestimmten Kapitalmarktsegmenten, 6. Teil), und neben die Pflichten, die Kreditinstitute und Wertpapierfirmen **gegenüber individuellen Kunden** übernehmen (8. Teil), tritt auch noch ein umfangreiches Regelungskonvolut, das die **innere Organisation** dieser Marktintermediäre betrifft, außerdem die Organisationsregeln für Betreiber von Kapitalmarktsegmenten (7. Teil). Die Anforderungen in diesem dritten Regelungskonvolut dienen vorrangig dem Ziel, durch spezifische organisatorische Vorkehrungen in besonderem Maße Vorsorge dafür zu treffen, dass die Marktverhaltenspflichten und die Pflichten einzelnen Kunden gegenüber erfüllt werden und dass insgesamt die Stabilität der Intermediäre abgesichert wird.
- 30 **b) Optimierung und/oder Korrektur von Marktversagen.** Analysiert man nun die Regeln, die die genannten drei Dimensionen ausgestalten, so ist im Ausgangspunkt unschwer als das allgemeine und gemeinsame Ziel des Regelungsrahmens – als seine Kernfunktion – festzustellen, dass mit dem Regelungsrahmen die bisher analysierten **Funktionen von Kapitalmärkten und Investment Banking bestmöglich unterstützt** werden sollen. Dies begründet den engen Bezug zu den beiden ersten Unterabschnitten zu Funktionsfragen. Daher liegt es auch nahe, dass die zentralen in diesen Unterabschnitten **erörterten Funktionen im Folgenden wieder aufgenommen** werden: namentlich die Informationsfunktion, die Allokationsfunktion, aber auch Fragen der Transaktionskostensenkung, der Governanceanreize, nunmehr vor allem in Form der Marktintegrität, und auch der Stabilität. Zwei allgemeinere Aspekte sind freilich schon im Ausgangspunkt hervorzuheben, der erste zum Maß des Eingriffs, der zweite zum maßgeblichen Anlegerhorizont:
- 31 Hinsichtlich des Maßes und der **Zielrichtung des jeweiligen gesetzgeberischen Eingriffs** ist darauf hinzuweisen, dass das gesamte Regelungskonvolut eine ganze Bandbreite von Ein-

⁴⁸ Zum Streit darum, wie zentral Kapitalmärkte und Kapitalmarktrecht für die Entwicklung von Volkswirtschaften sind, vgl. bereits oben Rn 10.

griffs- und Regulierungsintensitäten ausschöpft. Idealtypisch können solche Regeln, bei denen ein **Optimieren von Kapitalmarktfunktionen** und/oder von Funktionen des Investment Banking im Vordergrund steht, von solchen unterschieden werden, die vor allem **Marktversagen korrigieren**. Das reicht von reiner Ermöglichung von Marktvorgängen (etwa die Eröffnung von Handel durch die Definition einer Handelsplattform) bis hin zum uneingeschränkten Verbot einer Markttransaktion (etwa eines Leerverkaufs) – wobei eine ganze Reihe von Mischformen und Zwischenstufen ausgebildet werden und werden können. In solch ein Spektrum können dann unschwer sowohl klassisches Privat- und Handelsrecht – etwa des Wertpapierhandels – als auch Regulierung eingeordnet werden. Dabei wird zwar Ersteres meist eher ermöglichend wirken, Zweiteres vielfach korrigierend, doch sind weder auf der Seite des Handelsrechts marktkorrigierende Elemente gänzlich ausgeschlossen⁴⁹ noch – und vor allem – wirkt die Regulierung nur marktkorrigierend: Zwei zentrale Regulierungsinstrumente – die beiden wohl Wichtigsten im Marktverhaltensrecht (6. Teil) – wären dann wohl folgendermaßen zu verorten: Die **Informationsgebote** – etwa die Prospektpflicht oder auch die Aufklärungspflichten im Rahmen der Kundenberatung (insbes. § 63 WpHG) – wirken zwar (überwiegend) zwingend, ihre eigentliche Funktion ist es jedoch, die Auswahl – also eine privatautonome Entscheidung über die beste Investition – zu unterstützen.⁵⁰ Daher handelt es sich auch bei den zwingenden Informationsgeboten um vor allem „ermöglichend“ wirkende Normen – obwohl auch eine Ausgestaltung denkbar wäre, die noch ausschließlicher nur „ermöglichend“ gewirkt hätte, etwa die Unterfütterung einer ins Ermessen der Emittenten gestellten Offenlegung („Signalling“) durch entsprechende

49 Bezeichnend ist etwa, wie einerseits aus § 31d WpHG a.F. (entspricht § 70 WpHG n.F.) auch für das private Kundenverhältnis die Pflicht hergeleitet wurde, Kick-back-Provisionszahlungen an den Kunden auszukehren, um den Intermediären marktweit den Anreiz zu nehmen, solche das Beratungsergebnis potentiell verzerrenden Zahlungen überhaupt auszubedingen und anzunehmen, und dass andererseits diese Pflicht eine alte kommissionsrechtliche Grundpflicht aus § 384 Abs. 2.2. HS HGB bildet. Zur Herleitung solcher einer Pflicht aus § 31d WpHG a.F. § 70 WpHG n.F. und zu ihrer Motivierung mit Überlegungen zur Marktintegrität (hier bei den Intermediären) vgl. *Hadding* Sind Vertriebsvergütungen von Emittenten an Kreditinstitute geschäftsbesorgungsrechtlich an den Kunden herauszugeben? ZIP 2008, 529; *ders.* Zu einer „Behaltensklausel“ betreffend Vertriebsvergütungen an Wertpapierdienstleistungsunternehmen, FS Nobbe 2009, S. 565; *Kotte* Keine Auskunfts- und Herausgabepflicht der Banken für Vertriebs- und Vertriebsfolgeprovisionen aus erfolgreicher Kapitalanlageberatung, BB 2015, 1283 (1283–1287); *Regenfus* Auskunft und Herausgabe von Rückvergütungen – zwei allenfalls selten begründete Klageanträge, WM 2015, 169–177 (Teil I) und 209–215 (Teil II); *Fuchs/Fuchs* § 31d WpHG Rn 53–55a. Umstritten ist die Schutzgesetzzeigenschaft des § 31d WpHG a.F. bzw. § 70 WpHG n.F.: dafür *Balzer/Lang* Anmerkung zu BGH, Beschl. v. 20.1.2009 – XI ZR 510/07, ZIP 2009, 456 (459f.); *Harnos* Die Reichweite und zivilrechtliche Bedeutung des § 31d WpHG – zugleich eine Besprechung des BGH-Urteils v. 17.9.2013 – XI ZR 332/12, BKR 2014, 1 (5); *Buck-Heeb* Kapitalmarktrecht Rn 857; *Fuchs/Fuchs* § 31d WpHG Rn 60; *KölnKomm WpHG/Möllers/Wenninger* § 31d Rn 65 und dagegen: BGH Ur. v. 17.9.2013 – XI ZR 332/12, BKR 2014, 32 (34); *Günther* Die Aufklärungspflicht der Banken über Zuwendungen gem. § 31d WpHG, MDR 2014, 61 (66); *Schäfer* Sind die §§ 31ff. WpHG n.F. Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB? WM 2007, 1872 (1878). Als allgemeines Prinzip versteht § 31d WpHG a.F. inzwischen BGH Ur. v. 3.6.2014 – XI ZR 147/12, BGHZ 201, 310 = WM 2014, 1382; Anm. *Balzer* BKR 2014, 377; *Nassall* jurisPR-BGHZivilr 15/2014 Anm. 1; *Schnauder* jurisPR-BKR 9/2014 Anm. 1; *Weck* BKR 2014, 374; und weitere Vertiefungen bei *Buck-Heeb* Aufklärung über Innenprovisionen, unvermeidbarer Rechtsirrtum und die Überlagerung durch Aufsichtsrecht, WM 2014, 1601; *Heun-Rehn/Lang/Ruf* Neue (Un-)Klarheiten bezüglich Innenprovisionen und Rückvergütungen bei Kapitalanlagen, NJW 2014, 2909; *Jordans* Aktueller Überblick über die Aufklärungspflichten über Einnahmen aus dem Vertrieb von Finanzprodukten, BKR 2015, 309; und allgemeiner zu §§ 31ff. WpHG a.F. bzw. §§ 63ff. WpHG n.F. *Klein* Dogmatische Stolpersteine bei der Bestimmung von Schutzgesetzen – aufgezeigt anhand des Musterbeispiels der wertpapierhandelsrechtlichen Wohlverhaltensregeln, WM 2016, 862. Näher unten Rn 141–143 und 8. Teil zu § 31d WpHG.

50 Grundlegend für diese „janusköpfige“ Qualifikation der Informationspflichten, die sie in der Zivilrechts- und Regulierungstheorie eine ganz eigene Stellung einnehmen lässt: *Grundmann* Information, Party Autonomy and Economic Agents in European Contract Law, CMLR 39 (2002) 269 (280–282, 288–291) = *ders.* Parteiautonomie im Binnenmarkt – Informationsregeln als Instrument, JZ 2000, 1133; *Schön* Zwingendes Recht oder informierte Entscheidung – zu einer (neuen) Grundlage unserer Zivilrechtordnung, FS Canaris 2007, S. 1191 (1193–1198).

Wahrheitspflichten und Haftungsregeln.⁵¹ Umgekehrt eignet zwar den Marktmissbrauchsverboten, etwa dem **Verbot von Marktmanipulation** (Art. 12, 15 MAR) durchaus ein Informationselement (vgl. unten 6. Teil Rn 461f., 465, 474ff., 486f.), im Vordergrund steht jedoch das Verbot – die Zurückdrängung – von im Markt tatsächlich zu findenden Praktiken einer (irreführenden) Informationsweitergabe und einem dadurch ausgelösten (teilweisen) Marktversagen. Dieser enge Konnex erklärt auch eine zweite zentrale Leitlinie, die für das Kapitalmarktrecht durchweg betont wird: ein Konnex zwischen Schutz des Systems (Kapitalmarkt als solcher und insbes. Allokationsfunktion) und Schutz der einzelnen Betroffenen (Anleger) wurde im Kapitalmarktrecht weitergehend und früher flächendeckend postuliert als in jedem anderen Regulierungsbereich, dies unter dem **Begriffspaar Funktions- und Individualschutz**: Beide Schutzziele werden als konvergent gesehen, d.h. dass guter Anlegerschutz auch weitgehend Marktintegrität und -funktionieren befördere.⁵²

- 32 Bei der zweiten Querschnittsfrage – derjenigen nach dem maßgeblichen Adressaten – handelt es sich um die derzeit im Bereich der Kapitalmarktregulierung wohl umstrittenste Grundlagenfrage: Soll Kapitalmarktrecht grds. (allein) an Bedürfnissen von **verständigen (grds. rational agierenden) Anlegern ausgerichtet sein oder breiter auch irrationales Handeln** in den Blick nehmen? Dabei handelt es sich freilich um eine Querschnittsfrage, die so vorrangig für die Informationsfunktion gestellt wird, dass sie besser dort (im Folgenden unter 2.) mitbehandelt wird. Für das Kapitalmarktrecht und das Recht des Investment Banking soll jedoch zweierlei allgemein bereits vorab festgehalten werden: einerseits, dass erst eine breit ausgebaute Theorie des Behavioral Finance (zu ihr oben Rn 17) die Grundlage für eine dahingehende Diskussion auch in *Regulierungsfragen* bildete und deswegen auch die zentrale Stellung dieses Diskussionsstranges erklärt, die Diskussionsstränge für die Funktion von *Kapitalmärkten* und für die Funktion des *Regelungsrahmens* demnach tatsächlich eng verbunden erscheinen; und andererseits, dass der Europäische Gesetzgeber und die Auslegungspraxis des EuGH seltsam unentschlossen in dieser Frage erscheinen, dass jedoch jedenfalls mit dem Abstellen auf den „Schutz des Anlegervertrauens“ als zentraler Begründungserwägung in den wichtigen kapitalmarktrechtlichen Rechtsakten auch der Weg geebnet erscheint für eine Mitberücksichtigung von Irrationalitäten bei der Anwendung von Regulierungsakten (vgl. etwa unten Rn 124).⁵³

51 Zu einer entsprechenden Gestaltung für die individuelle Aufklärung (bei freiwilliger Informationspreisgabe) vgl. oben 2. Teil Rn 53. Bei Mitteilungen an den Markt, die freiwillig ergehen – also nicht durch die Ad-hoc-Publizitätspflicht ohnehin gefordert werden –, wird demgegenüber eine Kapitalmarktinformationshaftung (außerhalb von § 826 BGB) in Deutschland überwiegend abgelehnt, ist jedoch umstritten: vgl. *Mülbert/Steup* in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb Unternehmensfinanzierung, § 41 Rn 294; *Hannich* Quo vadis, Kapitalmarktinformationshaftung? Folgt aufgrund des IKB-Urteils nun doch die Implementierung des KapInHaG? WM 2013, 449 (451–454); *Hopt* WM 2013, 101 (105f.); *Klöhn* Kapitalmarktinformationshaftung für Corporate-Governance-Mängel? ZIP 2015, 1145 (1149–1152, 1155); *Möllers* Der Weg zur Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ 2005, 75 (79–81); *Sauer* Kausalität und Schaden bei der Haftung für falsche Kapitalmarktinformation, ZBB 2005, 24; rechtsvergleichend zu diesem Thema *Hopt/Voigt* Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA – WM 2004, 1801; und näher 8. Teil zu §§ 37b, 37c WpHG. Zur Kontroverse, ob kapitalmarktrechtliche Informationsregeln grds. zwingend sein sollten oder ob nur eine Infrastruktur für das „Signalling“ bereitgestellt werden sollte, noch unten Rn 33.

52 Zum Begriffspaar und dieser Einschätzung grdl. im deutschen (Kapitalmarkt-)Recht: *Hopt*, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, 51 f., 334–337; *ders.*, 51. DJT 1976, G1, G47-G51 und G54 f.; *Kübler* ZHR 145 (1981) 204, (205 f.); heute etwa Assmann/Schneider/Koller WpHG, 6. Aufl. 2012, § 31 Rn 1; Kurzüberblick bei *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn 622–624.

53 Zu einer detaillierteren Analyse der Erwägungsgründe und sonstiger Gesetzgeberaussagen zu der hier angeschnittenen Kernfrage für einen der Hauptrechtsakte der jüngsten Rechtsaktgeneration, der MiFID II, vgl. *Grundmann/Hacker* Conflicts of Interest, in: Busch/Ferrarini (Hrsg.) European Capital Market Regulation – MiFID II, 2016, 165 (bes. 169–171, 175–178 und 199–203).

2. Optimierung der Informationsfunktion – insbes. Allokationseffizienz

a) **Leitfragen zu kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten.** Wie in der Diskussion um die Funktionen von Kapitalmärkten und von Investment Banking – vielleicht sogar noch ausschließlicher – steht das **Informationsmodell im Vordergrund jeglicher Diskussion um die Funktion des Regelungsrahmens** für Kapitalmärkte und von Investment Banking. Den Ausgangspunkt bilden die US-amerikanischen Securities and Securities Exchange Acts von 1933 und 1934 und der berühmte, von Justice Brandeis formulierte Leitsatz zu diesen: „Sunlight is (said to be) the best of disinfectants.“⁵⁴ Dies wird meist primär auf die Primärmarktpublizität, namentlich durch den Emissionsprospekt, bezogen (6. Teil 2. Abschnitt), kann aber gleichermaßen auch auf die Sekundärmarktpublizität bezogen werden (nächste Rn). **Zwei Diskussionswellen zum Informationsmodell im Kapitalmarktrecht** stechen hervor und sind schon in diesem einleitenden Überblick zu den Funktionen von Belang: In der Zeit nach der schrittweisen Etablierung der Efficient Capital Market Hypothesis (oben Rn 16), auf dieser Diskussion aufbauend, entfaltete sich vor allem in den 1970er bis 1990er Jahren eine intensive Auseinandersetzung mit der Frage, ob das Maß an öffentlicher Information den Kapitalmarktteiligen weitgehend überlassen werden könne. Das Hauptargument hierfür wurde darin gesehen, dass es dem Interesse der Emittenten selbst entspreche, positive Nachrichten zu veröffentlichen, dass sie so privatautonom auch die wichtigste Information herausstellen könnten (keine Überproduktion öffentlicher Information) und Schweigen entsprechend negativ bewertet werde („**Signalling**“).⁵⁵ **Demgegenüber** wurde für eine **zwingende Ausgestaltung der Publizitätspflichten** vor allem ins Feld geführt, dass die Aufdeckung negativer Nachrichten offensichtlich nicht gewährleistet ist in einem System freiwilliger Aufdeckung und dass die Vielfalt denkbarer negativer Nachrichten wohl im Grundsatz das Argument verbietet, jedes Schweigen könne vom Anlegerpublikum richtig „eingearbeitet“ und entsprechend bepreist werden.⁵⁶ Dies spricht durchaus für die Gefahr eines Markets for Lemons im Falle fehlender zwingender Publizität.⁵⁷ Auch werden die Vorteile einer Standardisierung (unten Rn 36) in einem System freiwilliger Publizität gering ausfallen. Die empirischen Studien werden unterschiedlich interpretiert.⁵⁸ Heute jedenfalls wird zwar im

⁵⁴ Brandeis What Publicity Can Do, Harper's Weekly vom 20. Dez. 1913. Vielfach zitiert, etwa Seligman/Paredes/Loss Fundamentals of Securities Regulation, S. 39 ff.; zur überragenden Bedeutung des Informationsparadigmas für den Regelungsrahmen vgl. nur Grundmann Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn 231–235; ders. Information und ihre Grenzen im Europäischen und neuen englischen Gesellschaftsrecht, FS Lutter 2000, S. 61 (bes. 67 f.); ders. Ausbau des Informationsmodells im Europäischen Gesellschaftsrecht, DStR 2004, 232 (232–236).

⁵⁵ Dazu Posner/Scott Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston/Toronto 1980, S. 316; Georgakopoulos 16 Int. Rev. L. Econ. 417 (1996); Holland 3 Europ. J. L. Econ. 221 (1996); grundlegend für die dahinter stehende sog. signaling-Theorie: Spence Market Signalling – Information Transfer in Hiring and Related Screening Processes, 1974; rechtspolitisch besonders prominent gegen zwingende Publizitätspflichten Easterbrook/Fischel 70 Virginia Law Review 669 (bes. 685 ff., 696 ff.) (1984); breite Kritik: Shleifer Inefficient Markets, 2000.

⁵⁶ Dazu Mendelson 1 J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg. 49 (55) (1978); Seligman The SEC and the Future of Finance, New York u. a. 1985, S. 202 ff.; auch Moloney EC Securities Regulation, 2. Aufl. 2008, S. 91–103 (in der 3. Aufl. nur ganz kurz auf S. 55 f.); Seligman The Historical Need for a Mandatory Disclosure System, 9 J. Corp. L. 1 (1979); Wiegel EU-Prospekt-Richtlinie (Rn 6), 57–78; aA vgl. Georgakopoulos und Holland (beide vorige Fn).

⁵⁷ Vgl. nur Akerlof The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Q.J.Econ., 488 (1970); dann Emons Warranties, Moral Hazard, and the Lemons Problem, 46 Journal of Economic Theory 16 (1988); Merkt Unternehmenspublizität – Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, 2001, S. 207–228.

⁵⁸ Vgl. bereits (insbes. auch zu den gegenläufigen Studien von Benston und Stigler): Seligman The SEC and the Future of Finance, New York u. a. 1985, S. 206–213; auch Heinze Primärmarkt S. 274 f.; heute etwa für italienische Unternehmen: Ciapponi/Mandanici Voluntary Disclosure and Capital Market Insights from Italian Industrial Listed Companies, 6 International Journal of Business and Social Science 111 (2015); eingehend zu den Hintergründen auch: Knauer/Wöhrmann Rahmenbedingungen, Charakteristika und Konsequenzen freiwilliger Unternehmenspublizität – State of the Art und neue Perspektiven der empirischen Forschung, Zeitschrift Plan. Unternehmenssteuerung 21 (2011), 235.

Grundsatz das Argument anerkannt und auch gesetzgeberisch berücksichtigt, Veröffentlichung solle möglichst wenig zu Geheimnisverlust an die Konkurrenz führen,⁵⁹ hat sich ansonsten jedoch auch der deutsche und Europäische Gesetzgeber im Grundsatz die Argumente für eine zwingende Publizität zu eigen gemacht. Die zweite große Diskussionswelle zu Grundlagen des Informationsmodells im Kapitalmarktrecht dauert **heute** noch an, sie betrifft nach dem Gesagten die **Frage nach dem maßgeblichen Adressatenkreis**. Bevor diese Frage erörtert wird, sollen auch für den Sekundärmarkt die wichtigsten Ausprägungen zu Informationsmodell und -funktion resümiert werden:

34 b) Sekundärmarktpublizität im Besonderen. Da eine – und wohl *die* – **zentrale Sekundärmarktfunktion** dahingeht, eine **kontinuierliche** Des- und Reinvestitionsmöglichkeit bereitzustellen (Liquiditätsschaffung), muss auch die Informationsfunktion auf diese Zielrichtung zugeschnitten sein. Wenn grds. eine zwingende Offenlegung bei Erstplatzierung zu befürworten ist, sprechen parallele Gründe für eine kontinuierliche Offenlegung auch danach, solange die relevanten Sekundärmärkte in Anspruch genommen werden. Zwar mögen dabei verschiedene Wege der Offenlegung in ihrer Effizienz, in ihren Vor- und Nachteilen miteinander zu vergleichen und analysieren sein – etwa die Ad-hoc-Publizitäts-Pflicht verglichen werden mit einer besonders in den 1960er bis 1980er Jahren postulierten Freigabe des Insiderhandels (vgl. zu den informationellen Folgen beider Strategien näher unten 6. Teil Rn 518–520). Zwar mag auch teils die Belastung mit den Veröffentlichungs„kosten“ (im Vergleich zu den Einbußen an Allokationseffizienz) so hoch sein, dass Ausnahmen vorzusehen sind (etwa der Aufschub bei der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 4–7 MAR, unten Rn 508–516). Schließlich betreffen auch die beiden großen Diskussionswellen zum Informationsmodell allgemein (zwingend oder freiwillig bzw. umfassende Information oder information overkill)⁶⁰ auch und gerade die Sekundärmarktinformation. Im Grundsatz jedoch erscheint es angesichts der genannten Zielsetzung kontinuierlicher Handelsmöglichkeit mit (weiterhin aufrechterhaltenem) Leitbild von Allokationseffizienz überzeugend, eine **kontinuierliche Folgepublizität** hinsichtlich der kursrelevanten Umstände – d.h. der für die Anlageentscheidung verständiger Anleger relevanten Umstände (vgl. unten 6. Teil Rn 368) – vorzusehen. Im Kern handelt es sich dabei um die **Ad-hoc-Publizität** bei Auftreten solchermaßen relevanter Einzel(groß)ereignisse im Verantwortungsbereich des Emittenten (6. Teil Rn 535f.), sowie – freilich ausschließlich an den Emittenten gerichtet und auch praktisch ausschließlich von diesem verantwortet – um die **Jahres-, Finanz- und Zwischenberichtserstattung** (6. Teil 5. Abschnitt) und die **Beteiligungstransparenz** (als speziell ausgestaltete Ad-hoc-Tatsache, 6. Teil 5. Abschnitt).

35 c) Allokationseffizienz und Reaktion auf Anomalien. Mit diesen Überlegungen sind auch erste Eckpunkte in der Frage abgesteckt, wie im Regulierungsansatz im Grundsatz auf die Feststellung von Anomalien und von verbreitet – jedoch keineswegs durchgehend – zu konstatierenden kognitiven Fehlleistungen („Verzerrungen“ „biases“) zu reagieren ist: Der Ansatz kann nicht dahin gehen, dass diejenigen Instrumente, die rationale Anlageentscheidungen bei einem

⁵⁹ So sowohl Befürworter als auch Gegner zwingender Publizität: *Coffee* 70 Virginia Law Review 717 (721) (1984); *Easterbrook/Fischel* 70 Virginia Law Review 669 (bes. 685ff., 696ff.) (1984).

⁶⁰ Kritisch (bzw. differenzierend) aus dieser Perspektive („information overload“) etwa (allgemein) *Ben-Shahar* The Myth of the „opportunity to read“ in contract law, 5 ERCL 1 (2009); *Kieninger* Informationspflichten als Allheilmittel des Verbraucherschutzes? – Plädoyer für eine Dosisreduktion, Deutscher Juristentag 2012, 1-29; und (spezifisch kapitalmarktrechtlich) *Paredes* Blinded by the light: Information overload and its consequences for securities regulation, 2 Washington University Law Quarterly 417 (2003); *Klöhn* ZHR 177 (2013) 349; *Möllers/Kernchen* ZGR 2011, 1; *Hackethal/Meyer* ZVGIRWiss 113 (2014), 574; *Koch* BKR 2012, 487; *Stahl* Information Overload; interessante alternative Sicht zu dieser Kritik, weil primär auf die ex-post-Perspektive abstellend: *Segger-Piening* ZfPW 2020, 358.

Teil der Kapitalmarktakteure unterstützen und folglich die **Allokationseffizienz** zumindest teilweise, ja überwiegend fördern, jedoch nicht umfassend und bei *allen* Kapitalmarktakteuren, etwa aufgegeben werden sollten; vielmehr kann es **allein** darum gehen, sie **zu ergänzen oder zu flankieren**, um Fällen kognitiver Fehlleistungen *ebenfalls* gerecht zu werden. Deswegen ist der Idee, einen Kurzprospekt als Ersatz für den Vollprospekt einzuführen, zurecht eine Absage erteilt worden, nicht jedoch der Idee einer Zusammenfassung *neben* dem Vollprospekt, und ggf. bei der Zusammenfassung sogar für eine besonders lokale (sprachliche) Ausgestaltung optiert worden.⁶¹ In dieser eingeschränkten Form – nur „flankierend“ – können Fälle von Regulierung kognitiver Fehlleistungen durchaus festgestellt werden, wobei als die zentralen Fragen ins Auge stechen: Ist das Risiko so erheblich, dass die **Folgen der kognitiven Fehlleistung den fraglichen Akteur in seiner Existenz bedrohen**, so spricht dies für eine weitgehend paternalistische Regulierung,⁶² was m.E. im Kreditrecht den Übergang zu einer Pflicht zur verantwortungsbewussten Kreditvergabe rechtfertigte (oder erklärt), im Kapitalanlagerecht den stetigen Aufbau und die Ausdifferenzierung der Beratungsregeln und insbesondere der Know-your-customer-rule im Sekundärmarktrecht – bis hin zu Produktgovernance und -beschränkungen.⁶³ **Außerhalb des Bereiches „existentieller“ Gefahren** ist in der Hauptfrage, inwieweit paternalistische Eingriffe oder eher nur Anreize (mit „Nudging“) angezeigt sind, insbesondere relevant, auf welche Summen sich die Regulierungskosten für andere Kapitalmarktakteure – auf der Marktgegenseite, aber auch für andere Anleger – belaufen. Denn eine **Abwägung der Kosten/Interessen** ist nicht nur ohnehin für jeden regulierenden Eingriff unverzichtbar, vielmehr sind gerade kognitive Fehlleistungen zu einem Gutteil auch auf eine geringere Bereitschaft zurückzuführen, entsprechend in sorgsame Information zu investieren.⁶⁴ Mit anderen Worten: Wenn Regulierung zur Ausräumung von Verzerrungen oder gar zum Gegensteuern („debiasing“ und „probiating“) anderen Kapitalmarktakteuren Chancen nimmt (etwa Kurzprospekt statt Vollprospekt), so ist mit dem Abstellen auf den Standard des „verständigen Anlegers“ zugleich auch eine normative Bewertung der Interessen verschiedener Anlegergruppen verbunden – und liegt die Wertung, dass sorgfältige Informationsverarbeitung wegen ihrer gemeinwohlfördernden Wirkung positiv einzustufen (zu „belohnen“) ist, durchaus nahe. Im – standardisieren – Kernbereich des Primärmarktrechts ist auch aufgrund der Standardisierung (und daraus folgenden Mitbetroffenheit auch der rationalen Anleger) ein stärkeres Gegeninteresse gegen eine Berücksichtigung des „behavioral turn“ zu konstatieren als im Kernbereich des Sekundärmarktrechts mit seiner Individualisierung durch die know-your-customer-Regel. Die Anwendung dieser Grundsätze sowie die jeweilige Abwägung ist dann Sache der Konstellationen im jeweiligen Einzelfall und dort wieder aufzugreifen.

⁶¹ Näher *Heinze* Primärmarkt, S. 374 f.; zusammenfassende Darstellung (auch zur stattdessen durchaus sinnvollen Zusammenfassung und deren Regime) bei: *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht § 19 Rn 665.

⁶² *Grundmann* Funktionaler Verbraucherschutz, FS W-H Roth 2015, 181 (189–195) = *ders.* Targeted Consumer Protection, in: Leczykiewicz/Weatherill (Hrsg.), *The Images of the ‚Consumer‘ in EU Law – Legislation, Free Movement and Competition Law*, 2016, S. 223; in Anlehnung an EuGH Urt. v. 13.1.2000 – Rs. C-220–98 *Estée Lauder*, Slg. 2000, I-117 (bes. 146); EuGH Urt. v. 24.10.2002 – Rs. C-99/01 *Linhart und Biffl*, Slg. 2002, I-9375 (bes. 9404).

⁶³ *Grundmann* FS W-H Roth 2015, 181 (190 f.) = *ders.* in: Leczykiewicz/Weatherill (vorige Fn); *Atamer* Duty of Responsible Lending, in: *Grundmann/Atamer* (Hrsg.) *Financial Services, Financial Crisis, and General European Contract Law – Failure and Challenges of Contracting*, 2011, S. 179; *Grundmann/Hacker* in: *Busch/Ferrarini* (Fn 53), 165 (183–192).

⁶⁴ Beispielsweise aufgrund von Informationskaskaden, grundlegend *Bikhchandani/Hirshleifer/Welch*, *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Information Cascades*, 100 *Journal of Political Economy* 992 (1992), dazu eingehend *Hacker* *Verhaltensökonomik und Normativität. Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen*, 2017, Teil 1 § 4.B.II.2.b) (S. 103–105); oder aufgrund einer subjektiven geringen Gewinngewichtung der Information: *ders.* Teil 1 § 4 B.I (S. 80 ff.).

36 3. Standardisierung und Transaktionskostensenkung. Bei Verfolgung der anderen vorliegend diskutierten Ziele von Regulierung und Regelungsrahmen – namentlich Optimierung der Informationsverteilung, Verbürgung von Marktintegrität und Verbesserung der (Markt-)Stabilität – spielt sehr breit auch Standardisierung eine Rolle und ist folglich auch ggf. die **Funktion einer Transaktionskostensenkung – als Querschnittsfunktion** – berührt. Dies wird besonders deutlich **bei der Informationsfunktion**, namentlich bei den beiden Hauptinstrumenten der primär- und sekundärmarktrechtlichen Publizität: So hat die Standardisierung der Prospektinhalte und deren Präsentation nach vorgegebenen Gliederungsschemata auch eine erleichterte Vergleichbarkeit und entsprechende Vereinfachung der Informationsverarbeitung beim Vergleich der Anlageinstrumente zur Folge.⁶⁵ Und die Einschaltung von Informationsintermediären als Schlüsselakteuren im Wertpapierhandel (mit auch rechtlicher Konzentration dieses Geschäfts auf diese) hat auch zur Folge, dass vielfach benötigte Information von diesen gebündelt eruiert und aufbereitet wird und weitergegeben werden muss, gleichermaßen das Wissen um Risikokategorien und typische Anlegerbedürfnisse.⁶⁶ Doch auch Kernregeln des **Rechts zur Marktintegrität** sind (auch) damit zu rechtfertigen, dass sie Transaktionskosten senken (können): wenn etwa Emittenten weniger Überwachungskosten hinsichtlich Insiderinformationen aufwenden müssen, die sie nach Art. 16 Abs. 4–7 MAR vertraulich halten müssen, weil etwa die Regulierung des Directors' Dealing (Art. 18, 19 MAR) Verstößen durch Primärsider vorbeugt; oder weil professionelle Marktteilnehmer weniger Vorbeugemaßnahmen ergreifen müssen, um nicht Opfer von marktmanipulierenden Handlungen zu werden. Schließlich wirkt auch Aufsichtsrecht, das den Ausfall von Gegenparteien weit unwahrscheinlicher macht, tendenziell transaktionskostensenkend.

37 4. Weitere Ziele: Marktintegrität und Stabilität. Marktverhaltensrecht – als die erste große unten behandelte Dimension des (Banken-)Kapitalmarktrechts (6. Teil) – unterfällt (seit den Anfängen des Europäischen Kapitalmarktrechts in den späten 1980er Jahren) in zwei große Bereiche: das Informationsregime (vgl. Informations- und Allokationsfunktion oben Rn 14–16) und das Regime zur Vermeidung von Marktmissbrauch, namentlich Insiderhandel und Marktmanipulation, allgemeiner: das Regime zum **Erhalt von Marktintegrität**.⁶⁷ Für das Organisationsregime (7. Teil) gilt dieser Zweiklang gleichermaßen⁶⁸ – naheliegend, da es ja zentral (auch) darauf ausgerichtet ist, die Einhaltung der Standards des Marktverhaltensrechts und auch der Standards im individuellen Kundenverhältnis durch möglichst früh ansetzende und strukturell wirkende Kautelen möglichst gut zu verbürgen (oben Rn 4, 6). Zwischen Informationsregime und

⁶⁵ So vor allem die „Transaktionskostentheorie“ in der Funktion des Investment Banking als Intermediator, entwickelt in *Benston/Smith A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation*, 31 *The Journal of Finance* 215 (1976); dargestellt auch in *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 48 f.; *Morrison/Wilhelm Jr* Investment Banking, S. 108, 110 f.; zu Standardisierung grundlegend jetzt *Kern* Typizität als Strukturprinzip des Privatrechts, 2013.

⁶⁶ Zur transaktionskostensenkenden Wirkung der Einschaltung von Informationsintermediären mit zwingenden Beratungspflichten zu den anlagerelevanten Hauptpunkten vgl. etwa *Allen/Carletti/Qian/Valenzuela* in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.), *Handbook Economics of Finance*, Bd. 2A, S. 759 (760); *Grundmann/Kerber* in: *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.), *Party Autonomy*, S. 264 (bes. 269–271); *Grohmann* Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht, 2006, S. 194.

⁶⁷ So auch etwa die Aufteilung in den (halb-)jährlichen Übersichten zur Entwicklung des Kapitalmarktrechts bei *M. Weber*, etwa NJW 2014, 2327 (1. Halbjahr 2014); NJW 2015, 212 (2. Halbjahr 2014); NJW 2015, 2307 (1. Halbjahr 2015); NJW 2016, 992 (2. Halbjahr 2015); NJW 2017, 991 (Jahre 2016/2017); NJW 2018, 996 (Jahre 2017/2018); NJW 2019, 968 (Jahre 2018/2019).

⁶⁸ Für die organisationsrechtliche Bestärkung der Informationsfunktion vgl. etwa *Merkt/Rosbach* Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, 217 (220); *Merkt* Unternehmenspublizität, 2001, S. 316 f., 325 f. Und für die organisationsrechtliche Unterfütterung der Regeln zur Marktintegrität vgl. etwa *Schwark/Zimmer/v. Hein* § 22 WpHG Rn 1.

Marktintegritätsregime gibt es Querbezüge und Überschneidungen, wie aus der Spezifikation der Zielsetzungen von Marktintegritätsrecht deutlich wird. Denn Regulierung zur Marktintegrität kann vor allem auf zwei Weisen verstanden werden: Von der Perspektive rationaler Bewertung und Bepreisung von Marktvorgängen her können Marktmissbrauchsverbote damit zu rechtfertigen sein, dass Anleger die Wahrscheinlichkeit von Skandalen, etwa das Ausmaß vorhandenen Insiderhandels, objektiv nicht abschätzen können – entweder weil verlässliche empirische Studien hierzu allgemein nicht verfügbar sind, also das Wissen hierzu allgemein und objektiv fehlt, oder aber weil die Faktenlage so differenziert ist, dass eine Ermittlung dieses Wissens für den jeweiligen Anleger oder auch die Gesamtheit der Anleger nur zu Kosten möglich ist, die prohibitiv sind, also so hoch, dass der Mehraufwand nicht durch eine entsprechende Steigerung der aus besserem Investment resultierenden Gewinne aufgewogen wird. Alternativ (oder auch kumulativ) kann freilich Regulierung, die Marktmissbrauch zurückdrängt, auch dahingehend verstanden werden, dass sie kognitive Verzerrungen zum Anlass nimmt, diese möglichst wenig zum Tragen kommen zu lassen. Namentlich mögen Anleger systematisch bei Auftreten von Skandalen deren Wahrscheinlichkeit oder auch deren Relevanz für sich selbst überschätzen⁶⁹ und sich daher von diesen Märkten ganz abwenden, und dieser Gefahr soll dadurch vorgebeugt werden, dass solche Skandale – deren Kosten rational durchaus zu berechnen wären und die daher eingepreist werden könnten – schon aus diesem Grunde (Vorbeugung von Verzerrungen) möglichst unterbunden werden sollen.⁷⁰ Umschrieben wird (vor allem) dieser zweite Aspekt in der Europäischen Rechtssetzung zur Marktintegrität mit dem (in allen maßgeblichen Erwägungsgründen zu findenden) Konzept, dass das „Anlegervertrauen“ zu schützen und erhalten sei.

Zu diesem klassischen Zweiklang der materiellrechtlichen Funktionen und Zielsetzungen im Marktverhaltensrecht (und entsprechend im Organisationsregime) tritt seit wenigen Jahren, im Gefolge der Finanzkrise, prominent eine dritte Funktion: Das Ziel der (Erhaltung der) **Marktstabilität** tritt bisher namentlich in zwei Fällen in den Mittelpunkt. Dies sind einerseits Geschäfte wie Leerverkäufe, die einem Transparenzregime oder gar einem Verbotsvorbehalt unterworfen werden, weil sie (jedenfalls in bestimmten Krisensituationen) als destabilisierend für Märkte (Marktteilnehmer, Marktintermediäre oder -instrumente) eingeschätzt werden (vgl. die EU-Leerverkaufs-VO, unten 6. Teil 4. Abschnitt). Dies sind andererseits auch Fälle, in denen bestimmte Geschäfte wie OTC-Derivate als so wenig transparent eingestuft werden und die möglichen Gegenparteien als so wenig aufsichtsrechtlich abgesichert (namentlich hinsichtlich ihrer Eigenkapitalausstattung), dass Ausfälle und Ansteckung anderer Systemteilnehmer befürchtet werden (so bei der Regulierung der OTC-Derivate in der entsprechenden EU-Verordnung, EMIR, unten 6. Teil 4. Abschnitt). Mit der CSDR (EU-Verordnung [EU] Nr. 909/2014) kommt im Bereich Effektenverwahrung ein weiteres Regelwerk mit Stabilitätsziel hinzu (7. und 8. Teil).

⁶⁹ Zu dieser Form von Verzerrung („bias“) vgl. *Klöhn* Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, S. 116–123; *Brenncke* Regulierung der Werbung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen – eine Behavioural-Finance-Analyse –, WM 2014, 1017 (1018); *Buck-Heeb* ZHR 177 (2013), 310 (327–329); *Hackethal/Meyer* ZVglRWiss 113 (2014), 574 (574–578); *Klöhn* ZHR 177 (2013), 349 (380–386); *ders.* in: *Fleischer/Zimmer* (Hrsg.), Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, S. 83 (93 ff.); *Müllbert* ZHR 177 (2013), 160 (188 f.); *KölnKomm WpHG/Hirte/Heinrich* Einl. Rn 32. Eingehend hierzu auch *Hacker* Verhaltensökonomik und Normativität. Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen, 2017, Teil 1 § 4 B. (insbesondere zu den „hindsight bias“ oder auch „confirmation bias“, unter die Skandale subsumiert werden können, B.I.1.c) iii. bzw. B.I.1.a) i. = S. 95–96 bzw. 81–84).

⁷⁰ Zu solch einer Begründung des Marktintegritätsrechts (jedenfalls kumulativ neben den Überlegungen zum klassischen Verständnis einer Kapitalmarkteffizienz) vgl. näher *Hellgardt* Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität als strafbare Marktmanipulation, ZIP 2005, 2000 (2005); vgl. auch *Hacker* Verhaltensökonomik und Normativität. Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen, 2017, Teil 4 § 13 B III.2 (S. 169–181).

39 5. Funktionalität im internationalen Umfeld. Der Regelungsrahmen und seine Funktionalität sind immer in einem internationalen Umfeld zu denken – namentlich in dem Spannungsfeld, dass die **Kapitalmärkte global vernetzt** sind in einem Maße, dass sie sich wechselseitig beeinflussen, umgekehrt aber zwar ein gewisses Maß an globaler Standardsetzung denkbar ist,⁷¹ die **Regelsetzung/Regulierung** jedoch auch im Kapitalmarktrecht und im Recht des Investment Banking durchweg **regional begrenzt** ist. Immerhin ist in diesen Gebieten der Regulierungsraum eindeutig nicht der nationale, sondern der Europäische, die regionale Ausdehnung der Regulierung also erheblich (jedoch nicht global). Zentral für die Betrachtung der Funktionalität von EU-Regulierung ist das quer durch das gesamte EU-Kapitalmarktrecht durchgeführte **Auswirkungsprinzip**, nach dem EU-Kapitalmarktrecht Anwendung findet, wenn eine Handlung oder Transaktion – gleichgültig von welchen Personen ausgehend, insbesondere gleichgültig von deren Sitz – dann vom EU-Recht erfasst und reguliert wird, wenn sie bei Zugrundelegung von dessen Regelungszielen Auswirkung auf die EU-Kapitalmärkte hat, etwa die Integrität eines Kapitalmarktsegments in der EU betrifft, etwa Insiderhandel in einem auf diesem Segment eingeführten/zugelassenen Finanzinstrument betrieben wird.⁷²

40 Für die Funktionalität des Regelungs- und Regulierungsrahmens ist auf diesem Hintergrund globaler Vernetzung bei gleichzeitiger regionaler Regulierung, die auf der Grundlage des Auswirkungsprinzips durchgesetzt wird, wichtig, dass **je nach Regelungsgegenstand eine tatsächliche Durchsetzung der Regelungsziele unterschiedlich erfolgreich** sein kann: So mag unter Zugrundelegung des Auswirkungsprinzips und bei entsprechender Erfassung der Geschäfte und Sanktionierung auch von Kapitalmarktakteuren mit Sitz außerhalb der EU das EU-Regime zur Marktintegrität in seinen Zielen mit einem relativ hohen Wirkungsgrad durchgesetzt werden können. Anleger in Instrumenten, die auf EU-Marktsegmenten eingeführt bzw. zugelassen sind, mögen daher relativ verlässlich darauf vertrauen (können), dass Manipulationsversuche zu diesen Instrumenten in *jedem* Fall von den (als hinreichend abschreckend konzipierten, im EU-Recht fußenden) Verboten und Sanktionen erfasst sind (wenn auch praktisch natürlich nicht immer aufgedeckt werden). Trotz Globalität gelingt hier eine „Regionalisierung“ der konkreten Transaktion und des konkreten Schutzinteresses relativ weitgehend, so weitgehend, dass Vertrauen in die Einhaltung von EU-Regulierungsstandards bei Anlageinstrumenten auf EU-

⁷¹ Als die zwei wichtigsten Formen globaler Standardsetzung erscheinen: einerseits die gerade im transnationalen Recht der Finanzmärkte und -intermediäre verbreitet zu findenden Fälle von institutionalisiertem „Private Ordering“, etwa für das Prospektrecht die IOSCO-Grundsätze (dazu unten 6. Teil Rn 203 f.; zu „privater Ordnung“ außerdem unten Rn 144); und andererseits wissenschaftliche Überzeugungen, die sich im globalen Diskurs durchsetzen, etwa solche Theorien wie die Efficient Capital Market Hypothesis (oben Rn 16), der Grundsatz, dass Funktions- und Individualschutz einander weitestgehend bedingen (oben Rn 31) etc. und die von solchen Entwicklungen ausgehenden Konvergenzwirkungen (bottom up), Konvergenzwirkungen sowohl für die Regulierung als auch in Anwendungsfragen. Zentrale Studien zur regulierenden Wirkung wissenschaftlicher Meinungen etwa bei *Tomlins Framing the field of law’s disciplinary encounters – a historical narrative*, 34 *Law & Society Review* 911 (2000); *ders. The presence and absence of legal mind – a comment on Duncan Kennedy’s Three Globalizations*, 78 *Law and Contemporary Problems* 1 (2015); *Valverde Law’s dream of a common knowledge*, 2003, *passim*; *dies. Specters of Foucault in Law and Society Scholarship*, 6 *Annual Review of Law and Social Sciences* 45 (2010).

⁷² Vgl. nur *Grundmann RabelsZ* 54 (1990) 283 (311–313); im Grundsatz schon *Jenckel Das Insiderproblem im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in materiell- und kollisionsrechtlicher Sicht*, 1980, S. 154–159; dann: *Kiel Internationales Kapitalanlegerschutzrecht – zum Anwendungsbereich kapitalanlegerschützender Normen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht*, 1994, S. 203 f., 264–268, 290 f., 310; *Hopt Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, 1991, S. 121, 123–125; *GroßkommAktG/Assmann Einl.* Rn 703, 705–711; für Markt der Transaktion (wenn zugleich Zulassung hier) auch etwa *Zimmer Internationales Gesellschaftsrecht: Das Kollisionsrecht der Gesellschaften und sein Verhältnis zum internationalen Kapitalmarktrecht und zum internationalen Unternehmensrecht*, 1996, S. 59–68, 234; näher unten 6. Teil Rn 326–331, 565 und auch 7. und 8. Teil *passim*.

Märkten trotz weltweitem Handel derselben gebildet werden kann. Umgekehrt mögen Stabilitätsziele weniger „regionalisiert“ eingegrenzt und verwirklicht werden können, namentlich nicht, wenn das Stabilitätsrisiko von Kapitalmarktakteuren ausgeht, die weltweit miteinander vernetzt sind, und deren Beaufsichtigung nur zum Teil nach EU-Recht erfolgt.

ZWEITER ABSCHNITT Infrastruktur

Schrifttum

Vgl. Schrifttum zu Abschnitt 1.

Übersicht

I. Kapitalmarktakteure: Intermediäre und Marktbetreiber — 41 1. Überblick, Charakterisierung und Zusammenspiel — 41 2. Banken: Intermediäre und Marktbetreiber — 43 a) Arten von Banken und Investment Banking – in Deutschland, international und im Gefolge der Finanzkrise — 43 b) Liste der Hauptgeschäfte — 46 3. Sonstige professionelle Marktakteure und „Gatekeeper“ — 47 a) Gatekeeper — 47 b) Finanzanalysten — 48 c) Ratingagenturen — 50 d) Abschlussprüfer — 51 e) Sonstige Berater und Signalgeber — 52 II. Kapitalmärkte, Primär- und Sekundärmärkte, Kapitalmarktsegmente — 55 1. Überblick, Charakterisierung und Zusammenspiel — 55 2. Primärmarkt und Sekundärmarkt — 60 a) Primärmarktrechtliche, gemischt primär- und sekundärmarktrechtliche sowie sekundärmarktrechtliche Rechtsakte — 61	b) Verbindungslinien und Funktionalität — 64 3. Kapitalmärkte, Handelsplätze und Kapitalmarktsegmente — 66 a) Kernkapitalmarkt: Geregelter Markt, multilaterale und organisierte Handelssysteme — 66 b) Geld- und Derivatemärkte – Zusammenspiel — 72 c) Sonstige Kapitalmärkte? — 74 III. Anlageinstrumente — 79 1. Überblick, Charakterisierung und Zusammenspiel — 79 2. Wertpapiere (Effekten) — 81 a) Kategoriale Bedeutung und Abgrenzung — 81 b) Definitionsmerkmale und Gruppen von Wertpapieren — 82 3. Finanzinstrumente — 86 4. Sonstige Anlageinstrumente – Zusammenhänge — 89 IV. Regelungsinstrumente – Verweis — 92 V. Regulierungs- und Aufsichtsagenturen — 93 1. Nationale Ebene — 93 2. Europäische Ebene — 95

I. Kapitalmarktakteure: Intermediäre und Marktbetreiber

1. Überblick, Charakterisierung und Zusammenspiel. Das Kapitalmarktrecht und Investment Banking bilden ein – besonders wichtiges – **Subsystem der Steuerung des Unternehmenshandelns und des Unternehmensrechts (Corporate Governance)**. Das ist einer der Gründe dafür, dass in diesem Kommentar auch die Organisationsanforderungen besonders kommentiert werden und hierzu ein eigener Teil ausgebildet wird (der 7. Teil). Zwar soll (daneben) nicht auch noch ein Überblick über die allgemeine (nicht bankspezifische) Corporate Go-

vernance gegeben werden,⁷³ wohl aber soll entsprechend der **akteursbezogenen Perspektive** und Analyseform, die die Corporate Governance Forschung auszeichnet,⁷⁴ von den Kapitalmarktakteuren ausgegangen werden.

- 42 Das **zentrale Dreieck des Kapitalmarktrechts** und zugleich des **Investment Banking** bilden Emittent, Anleger (Investoren) und Banken (im Investment Banking: Kreditinstitute und Wertpapierfirmen). Während die Emittenten und Anleger im Rahmen des Emissionsgeschäfts immer wieder in den Blick genommen werden (unten 6. Teil Rn 17–33 und 49–54), sind hier zunächst die **(professionellen) Intermediäre und Marktbetreiber** vorzustellen – als die eigentlichen Betreiber der „Infrastruktur“ des Investment Banking und der Kapitalmärkte: Als Intermediäre und Marktbetreiber ragen die Kreditinstitute und Wertpapierfirmen („**Banken**“) hervor, dies sowohl als Intermediäre bei Markteinführung (Emission, 6. Teil 1. und 2. Abschnitt) als auch Träger des Handels auf Sekundärmärkten (6. Teil 3. und 4. Abschnitt und 8. Teil).⁷⁵ Daneben sind sie auch zentral für den Betrieb der wichtigsten Handelsplätze (näher unten Rn 66–78 und 7. Teil). Diese Tätigkeiten werden unter 2. überblicksweise vorgestellt. Die Banken (und Marktbetreiber) sind so zentral, weil sich in ihren Händen die eigentliche Durchführung des Handels konzentriert, sie jedoch auch zu einem Gutteil zum Informationsfluss auf Kapitalmärkten und im Wertpapierhandel beitragen. Vor allem bezogen auf die Informationsflüsse treten neben die Banken jedoch **weitere professionelle Kapitalmarktakteure**, die Informationen bereitstellen (Informationsintermediäre) oder auch teils durch Handel für den Markt wichtige Signale geben, etwa institutionelle Anleger. Diese weiteren (professionellen) Kapitalmarktakteure werden unter 3. in den Blick genommen. Gerade die Corporate Governance hat sie – wie zu zeigen sein wird – ins Zentrum unternehmens- und kapitalmarktrechtlicher Betrachtungen gerückt. Während sie bis zur Finanzkrise nur teilweise reguliert waren, erstreckt sich die Regulierung im Nachgang zu dieser auf (fast) alle zentralen Informationsintermediäre. Diese treten freilich – vom Pflichtenkanon her – neben das Recht des Investment Banking, sind nicht Teil desselben und sind daher im vorliegenden Kommentar nur mitzudenken und nicht vertieft zu kommentieren.

2. Banken: Intermediäre und Marktbetreiber

- 43 a) **Arten von Banken und Investment Banking – in Deutschland, international und im Gefolge der Finanzkrise.** Die Einteilung nach Arten von Banken stellt sich – legt man die prominentesten Kriterien zugrunde – **in Deutschland und im Europäischen Kontext unterschiedlich** dar: In Deutschland werden vor allem die drei großen Institutstypen und -gruppen – Privatbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken – unterschieden (näher 1. Teil Rn 17–21). Umgekehrt stellt die nach Europäischem Recht zu unterscheidenden Institutstypen am klarsten Art. 3 Abs. 1 Nr. 2–4 MAR vor (zugleich die jüngste komplette gesetzgeberische Aussage hierzu):

73 *Fleischer*, Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors and Whistleblowers, ZGR 2011, 155; *Leuschner/Wolfgarten* Corporate Governance, WPg 2015, 375; *Mülbert* Corporate Governance von Banken, ZHR 173 (2009), 1; *ders.* Corporate Governance in der Krise, ZHR 174 (2010), 375; *Teichmann* Corporate Governance in Europa, ZGR 2001, 645; *Drygala/Staake/Szalai* Kapitalgesellschaftsrecht, 2012, S. 404–410; sowie *Hopt* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance von Banken, 2011. Als breite, auch interdisziplinär und vergleichend abgesicherte Übersicht vgl. noch immer: *Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge* (Hrsg.) Comparative Corporate Governance – the State of the Art and Emerging Research, 1998; umgekehrt kompakte Zusammenfassung jüngeren Datums mit ebensolchen Bezügen in: *Grundmann* European Company Law, § 14.

74 *Hommelhoff/Hopt/von Werder* Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Aufl. 2009, S. 4 (6); *Grundmann* European Company Law, § 14 Rn 1.

75 *Boyd* Financial intermediation, in: New Palgrave Dictionary, S. 358 (358 f.) (mit Zahlenmaterial); *Fuchs/Fuchs* § 2 WpHG Rn 101; *Langenbacher/Bliesener/Spindler/Groß* 40. Kap Rn 6; *Thiele* Finanzmarktaufsicht: Der Staat und die Finanzmärkte, 2014, S. 110.

Dort wird unterschieden zwischen (i) **Wertpapierfirmen** (Nr. 2) (ii) **Kreditinstituten** (Nr. 3) und (iii) **Finanzinstituten** (Nr. 4), zugleich wird hierbei für die Wertpapierfirmen auf die Definition in MiFID II (RL 2014/65/EU, dort Art. 4 Abs. 1 Nr. 1) verwiesen und für die anderen beiden Institutstypen auf die Definition in der CRR (VO [EU] 575/2013, dort Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 bzw. 26). Während die in Deutschland gängige Einteilung bereits mit der Struktur des Kreditwesens ausführlicher erörtert wurde, freilich vor allem nur noch historisch bedingt ist und faktisch Bedeutung hat, praktisch nicht mehr regulatorisch (näher zu allem 1. Teil Rn 17–21), ist die im Europäischen Kontext prominente Einteilung eine Mitgliedstaaten Übergreifende, vor allem regulatorisch Wichtige, die freilich gerade auch in und im Gefolge der Finanzkrise 2008 erheblichen Verwerfungen im Faktischen unterlag.

Reihenfolge und Referenzrechtsakte, die für die drei Formen von Institutionen in Art. 3 Abs. 1 Nr. 2–4 MAR genannt werden, sind signifikant: Für das Investment Banking (das die MAR in einem zentralen Ausschnitt regelt, 6. Teil 3. Abschnitt) steht der Typus der **Wertpapierfirma** im Vordergrund, d.h. derjenigen Institute, die (**dauerhaft**) **geschäftsmäßig Wertpapierdienstleistungen i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Anh. I A MiFID II** (bzw. § 2 Abs. 8 WpHG) anbieten (näher dazu 8. Teil Rn 87f. [zu § 2 WpHG], teils auch bereits unten 6. Teil Rn 336). Dieser Typus steht ganz offensichtlich daher auch für den Europäischen Gesetzgeber im Vordergrund: Er stellt die Wertpapierfirma an die Spitze der Sequenz zu den erfassten oder definierten Instituten und er verweist auf den aufsichtsrechtlichen Akt, der speziell diese Institute zum Gegenstand hat (MiFID II). Das ist deswegen signifikant, weil die CRR Wertpapierfirmen durchaus ebenfalls regelt, wenn auch mit gewissen Abstrichen in der Strenge der Anforderungen,⁷⁶ um so zwischen den verschiedenen Anbietern von Wertpapierdienstleistungen Wettbewerbsneutralität zu schaffen („level playing field“), und weil die **umfassendste Kategorie diejenige der Kreditinstitute** bildet, denen alle Geschäfte – auch die Wertpapierdienstleistungen – gestattet sind, während umgekehrt nicht alle Bankgeschäfte auch den Wertpapierfirmen gestattet sind, namentlich nicht das (selbständige) Einlagen- und Kreditgeschäft. Umgekehrt erfüllen die **Finanzinstitute** vor allem Holdingfunktion und dürfen als solche *selbst* auch keine Wertpapierdienstleistungen erbringen, also insbesondere kein Investment Banking für einen Kunden (selbstverständlich auch nicht das Einlagen- und Kreditgeschäft),⁷⁷ so dass als **„Banken“ im Investment Banking allein Kreditinstitute und Wertpapierfirmen** i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 2 und 3 MAR fungieren.

Die wichtigste Kontroverse und Gesetzgebungsentwicklung zur Struktur des Kreditsektors und seiner Institute, aber auch die wichtigste Realentwicklung im Bankenmarkt betrifft das Verhältnis der (Universal-)Banken zu den (reinen) Investmentbanken als dem (vor allem US-amerikanischen) Äquivalent zu den (reinen) Wertpapierfirmen: Die wichtigste Kontroverse und Gesetzgebungsentwicklung zur Struktur des Kreditsektors in Deutschland, Europa und vor allem

⁷⁶ Vgl. namentlich Art. 92ff., bes. 95–98 CRR (Letztere nur für Wertpapierfirmen) und zur Ausgestaltung der Eigenmittelanforderungen etwa § 33 Abs. 1 Nr. 1 lit. a) bis c) sowie f) und g) KWG und Luz in Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber, KWG und CRR – Kommentar zu KWG, CRR, FKAG, SolvV, WuSolvV, GroMiKV, LiqV und weiteren aufsichtsrechtlichen Vorschriften, 3. Aufl. 2015, Art. 92, 93 CRR Rn 11, 13. Zur Abgrenzung der Kreditinstitute und der (auf Wertpapierdienstleistungen beschränkten) Wertpapierfirmen oder -dienstleister sowie zur Kurzbeschreibung der beiden Aufsichtsregime vgl. namentlich Teil 1 Rn 31–38. Näher zu Organisation von und organisatorischen Anforderungen an Kreditinstitute – namentlich als Wertpapierdienstleister – und an Wertpapierfirmen auch unten Teil 7.

⁷⁷ Allerdings zählen auch die reinen Zahlungsinstitute zu den Finanzinstituten (näher 3. Teil Rn 13), und einzelne Rechtsakte des Kapitalmarktrechts – etwa die MAR – sind auf Finanzinstitute durchaus anwendbar, soweit sie (außerhalb des Bereichs der Wertpapierdienstleistungen) agieren, etwa bei ihrem Eigenhandel. Zum Kreis der den Finanzinstituten eröffneten Geschäfte und dem auf sie anwendbaren Aufsichtsrecht vgl. näher Art. 4 Abs. 1 Nr. 26 CRR (und die dort in Bezug genommenen Rechtsakte bzw. -normen); sowie Günther Systemrelevanz von Finanzinstituten, WM 2010, 825; BankR-Hdb/Kolassa § 136 Rn 7 f.; Weber/Seifert in: Luz u.a. (Hrsg.) KWG und CRR Kommentar, Bd. 2, Art. 4 CRR Rn 21 f.; Thiele in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), EnzEuR Europäisches Unionsrecht, VO (EG) 139/2004 Art. 5 Rn 40.

auch in den USA betraf die Frage, ob und in welcher Form Regeln (wieder) einzuführen seien, die ein System der Trennung von Kredit- und Einlagengeschäft und von Investment Banking („**Trennbankensystem**“) zum Gegenstand haben, nachdem mit dem sog. Gramm-Leach-Bliley-Act von 1999 das US-Trennbankensystem, das schon vorher faktisch weitestgehend durchlöchert war, auch legislativ aufgehoben worden war. Die verschiedenen Lösungen und der Gesetzgebungsstand wurden bereits erörtert.⁷⁸ Für die **faktische Entwicklung** – und auch als Hintergrund der gefundenen gesetzgeberischen Lösungen, namentlich in den USA – ist wichtig, dass die Verabschiedung des Gramm-Leach-Bliley-Act keineswegs auch faktisch ein Ende der Trennung zwischen Geschäfts-/Kreditbanken (als Universalbanken) und Investment Banks nach sich zog – das nach dem Gesagten faktisch schon seit einigen Jahrzehnten möglich gewesen wäre. Vielmehr bestanden fünf große reine Investment Banks fort. Mit Lehman Brothers war die Insolvenz gerade einer reinen Investment Bank auch Auslöser der Finanzkrise, und erst diese selbst führte innerhalb weniger Tage zum Verschwinden des Segments der reinen Investment Banks: Von den „Big Five“ ging Lehman Brothers in die Insolvenz (mit Verkauf der US-Aktivitäten an Barclays und Teilen der Europa- und Asien-Aktivitäten an Nomura), unterstellten sich mit Morgan Stanley und Goldman Sachs zwei weitere dem allgemeinen aufsichtsrechtlichen Regime der Geschäftsbanken und wurden die anderen zwei (Merril Lynch bzw. Bear Stearns) an zwei große Geschäftsbanken verkauft bzw. auf sie verschmolzen (Bank of America bzw. JPMorgan Chase).⁷⁹ Daher sind heute dominant Geschäfts- und Universalbanken – freilich mit einem Regime von Spartenentrennung („Trennbanken“, in den USA in Form der sog. Volcker Rule). **Universalbanken sind insbesondere heute die größten, global aufgestellten Banken**, die auch das Investment Banking, namentlich auch das Emissionskonsortialgeschäft international dominieren – nach einer Zählung folgende neun oder zehn:⁸⁰ Bank of America, Merrill Lynch, Barclays, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, UBS (wechselnd mit RBC Capital Markets).

- 46 b) Liste der Hauptgeschäfte.** Beschränkt man sich hier auf eine Aufzählung der Hauptgeschäfte, die Banken **im Investment Banking** und nach den Regulierungsakten zu diesem übernehmen, so sind **vier Gruppen** zu unterscheiden: (i) Geschäfte, die Banken (i.d.R. mit treuhänderischen Pflichten) **für Kunden** durchführen, (ii) Geschäfte, in denen sie selbst auch **wirtschaftlich als Partei** auftreten, (iii) Geschäfte und Organisationsanstrengungen, die sie übernehmen, um **Handelsplätze zu betreiben** (lassen), und (iv) Geschäfte, die nicht reguliert, teils auch primär nur für andere Kapitalmarktakteure reguliert werden (keine Bankgeschäfte und Wertpapierdienstleistungen nach KWG und WpHG), Letztere auch teils mit bloß unterstützen dem Charakter („Hilfsgeschäfte“), etwa die Etablierung eines Konsortiums zur Durchführung des (regulierten) Emissionsgeschäfts. Dabei sind Geschäfte überwiegend nach KWG (unter primär aufsichtsrechtlichen Stabilitätsaspekten) und zugleich nach WpHG (unter primär wertpa-

⁷⁸ Vgl. oben 1. Teil Rn 24 f. Für spätere Entwicklungen auf Europäischer Ebene – ohne entscheidend neue Schritte – vgl. *Wilhelmi/Büchler* Bankentrennung in der EU: Risiken und Nebenwirkungen, ZVglRWiss 2014, 507; außerdem (vor allem strafrechtliche Folgen) *Ahlbrecht* Banken im strafrechtlichen Regulierungsfokus – Trennbankengesetz und Steuerhinterziehungsinstitute, BKR 2014, 98; *Goeckenjan* Die neuen Strafvorschriften nach dem sog. Trennbankengesetz (§ 54 KWG und § 142 VAG), wistra 2014, 201; auch *Boos/Fischer/Schulte-Mattler* KWG, Einführung Rn 152f.

⁷⁹ *Stowell* Introduction to the investment banks, S. 3f.; vgl. auch *Liaw* Business of Investment Banking, S. 1–7.

⁸⁰ *Stowell* Introduction to the investment banks, S. 4–10. Neben diesen großen Neun oder Zehn (wechselnd nach Auflagen) stehen als weitere Kategorien großer Banken die großen regional – d.h. nicht global, etwa (nur) Europäisch – aufgestellten Banken und die Boutiquebanken (S. 7). Überblick über die jeweiligen Geschäftsfelder S. 8; zum Gewicht der einzelnen Institute vgl. aus jüngster Zeit: Dealogic, Global market share of revenue of leading investment banks as of July 2019 Statista, <https://www.statista.com/statistics/271008/global-market-share-of-investment-banks/> (zuletzt abgerufen am 8. Oktober 2019).

pierdienstleistungsrechtlichen Fairnessaspekten) reguliert, teils aber auch nur unter dem einen oder unter dem anderen Aspekt. Als die wichtigsten Geschäfte in den vier Gruppen sind namentlich zu nennen⁸¹ (freilich nur aus dem Bereich des Investment Banking):⁸²

In Kategorie (i), dem **Geschäft für den Kunden**:

- das Emissionsgeschäft, mit fester Übernahmeverpflichtung (§ 1 Abs. 1 Nr. 10 KWG, § 2 Abs. 8 Nr. 5 WpHG, Anh. I A Nr. 6 MiFID II) oder ohne feste Übernahmeverpflichtung „Best Effort“ („nur“ § 1 Abs. 1a Nr. 1c KWG, § 2 Abs. 8 Nr. 6 WpHG, Anh. I A Nr. 7 MiFID II) – 6. Teil Abschnitte 1 und 2.
- das Wertpapierhandelsgeschäft (kommissionsweise nach Abs. 1, bzw. nach Abs. 1a als bloße Abschluss- oder Nachweisvermittlung oder auch als Festpreisgeschäft/sog. Eigenhandel) (§ 1 Abs. 1 Nr. 4 bzw. „nur“ § 1 Abs. 1a Nr. 1, 2, 4 bes. lit. c) KWG, § 2 Abs. 8 Nr. 1, 2 bes. lit. c)⁸³ und Nr. 3, 4 WpHG, Anh. I A Nr. 1 und 2 MiFID II) einschließlich der geschuldeten oder erbrachten (individualisierten) Beratungsdienstleistung (§ 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG, § 2 Abs. 8 Nr. 10 WpHG, Anh. I A Nr. 5 MiFID II) – 6. Teil Abschnitte 3 und 4 und 8. Teil 1. Abschnitt;
- die Vermögens- und Portfolioverwaltung (§ 1 Abs. 1a Nr. 3 KWG, § 2 Abs. 8 Nr. 7 WpHG, Anh. I A Nr. 4 MiFID II) – 8. Teil 1. Abschnitt;
- das Depotgeschäft mit der Abwicklung des Erwerbs und der Verwahrung (§ 1 Abs. 1 Nr. 5 KWG, jedoch „nur“ § 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG, Anh. I B Nr. 1 MiFID II)⁸⁴ – 8. Teil 1. Abschnitt.
- als Sondergeschäft die Begleitung von Unternehmenszusammenschlüssen, namentlich Übernahmen nach dem WpÜG („nur“ § 2 Abs. 9 Nr. 3 WpHG, Anh. I B Nr. 3 MiFID II) – 6. Teil 6. Abschnitt.

In Kategorie (ii), dem **Geschäft für eigene Rechnung**:

- der Eigenhandel („nur“ § 1 Abs. 1a Nr. 4 KWG sowie § 2 Abs. 8 Nr. 2 lit. c WpHG, Anh. I A Nr. 3 MiFID II), namentlich auch das kontinuierliche (Kauf- oder Verkaufs-)Angebot oder

81 Dabei sind die Bankgeschäfte nach § 1 Abs. 1 KWG wegen des eingegangenen Risikos mit Eigenmitteln zu unterlegen, die bloßen Finanzdienstleistungen (§ 1 Abs. 1a KWG) hingegen grds. nicht, sondern unterliegen nur sonstigen bankaufsichtsrechtlichen Zuverlässigkeitsanforderungen. Vgl. § 2 Abs. 7, 7a KWG, Boss/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer KWG, § 1 Rn 131 und § 2 Rn 108. Wertpapiernebenleistungen (§ 2 Abs. 3a WpHG) unterliegen als solche den Anforderungen des WpHG nur, wenn der Anbieter schon aufgrund eines anderen Geschäfts (einer Wertpapierdienstleistung nach § 2 Abs. 3 WpHG) als Wertpapierfirma zu qualifizieren ist.

82 Daher im Folgenden nicht aufgelistet

- aus § 1 Abs. 1 KWG: Nr. 1, 1a (Einlagen- und Pfandbriefgeschäft, 4. Teil Rn 21 ff., 74 ff.), Nr. 2 (Kreditgeschäft, 4. Teil), Nr. 3 (Diskontgeschäft, 3. Teil Rn 557, 653), Nr. 7 (Eingehung von Rückkaufverpflichtungen bei Kreditverbriefung, 4. Teil Rn 513 ff.), Nr. 8 (Garantie- und Avalgeschäft, 4. Teil Rn 963, 966–970), Nr. 9 (Reisescheckgeschäft (mit Scheck- und Wechseleinzug, 3. Teil Rn 649 ff.);
- aus § 1 Abs. 1a KWG: Nr. 5 (Einlagegeschäft mit Drittstaaten, vgl. 4. Teil Rn 21 ff.); 7 (Sortengeschäft/Devisenhandel), Nr. 9 und 10 (Factoring bzw. Finanzierungsleasing, vgl. 4. Teil Rn 442 ff. bzw. 396 ff.), sowie – aus dem Bankvertragsrecht ganz herausfallend die Tätigkeiten im Rahmen der Verwaltung von Investmentfonds und vergleichbaren kollektiven Anlageangeboten – die Nr. 11 und 12.

Das Zahlungsgeschäft (3. Teil) ist Gegenstand des *Zahlungsaufsichtsgesetzes* (ZAG).

83 Während § 1 Abs. 1a Nr. 4 KWG und § 2 Abs. 8 Nr. 2 WpHG (jeweils bes. lit. b und d) Geschäfte zum Gegenstand haben, die Kreditinstitute/Wertpapierfirmen *als Akteure im Rahmen von Handelsplätzen* tätigen, die zugleich deren Funktionieren gewährleisten (namentlich auch indem sie sich systematisch und dauerhaft als Gegenparteien zur Verfügung stellen), erfassen § 1 Abs. 1a Nr. 1b und 1d KWG und § 2 Abs. 8 Nr. 8 und 9 WpHG Kreditinstitute bzw. Wertpapierfirmen, soweit sie selbst als *Betreiber solcher Handelsplätze* auftreten.

84 Während die Best-Effort-Übernahme (1. Spiegelstrich) bankaufsichtsrechtlich nicht als Bankgeschäft, sondern nur als Finanzdienstleistung eingestuft wird, umgekehrt aber als Wertpapierdienstleistung (weil das Kreditinstitut nicht das Risiko für die Emission übernimmt, wohl aber die Wohlverhaltenspflichten bei jeder Absatzform [unabhängig von einer Festübernahme] eingreifen sollen), bildet umgekehrt das Depotgeschäft, vergleichbar dem Einlagengeschäft – wegen des vom Kreditinstitut ausgehenden Ausfallrisikos – ein Bankgeschäft, jedoch mangels Aufklärungs- und Beratungsleistung keine Wertpapierdienstleistung, sondern nur Wertpapiernebenleistung, weil ein Eingreifen der Wohlverhaltensregeln hier verzichtbar erscheint.

das Fungieren als feste Gegenpartei in Handelssystemen oder aufgrund regulierender Vorgaben, wie in der EMIR (vgl. dort jeweils lit. a), b) und d), freilich mit einer Verpflichtung zur Eigenkapitalunterlegung in bestimmten Fällen nach § 1 Abs. 1 Nr. 12, Abs. 31 KWG) – 7. und 8. Teil.

In Kategorie (iii), dem **Engagement als Marktbetreiber**:

- das Betreiben eines multilateralen Handelssystems, das Fungieren als systematischer Internalisierer, auch das Betreiben eines sonstigen organisierten Handelssystems, also insgesamt das Betreiben eines Handelsplatzes i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 MAR i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II (vgl. unten Rn 66–78)⁸⁵ (§ 1 Abs. 1a Nr. 1b KWG, § 2 Abs. 83 Nr. 8, 9 und 2 lit. b) WpHG, Anh. I A Nr. 8, 9 MiFID II) – 7. Teil.

In Kategorie (iv), dem (nicht oder schwach regulierten) Restbereich:

- die **Finanzanalyse, d.h. nicht personalisierte Anlageempfehlung**, die bankaufsichtsrechtlich als solche nicht erfasst ist und auch nur eine Wertpapiernebdienstleistung darstellt § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG, Anh. I B Nr. 5 Nr. MiFID II), für andere als Wertpapierfirmen und Kreditinstitute also nicht den Anforderungen des WpHG (oder KWG) unterworfen ist, ein Geschäft, das in der Tat von anderen Anbietern ebenso wie von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen getätigt wird. Die Anlage(strategie)empfehlung ist im Marktintegritätsrecht (MAR) allgemein, d.h. für alle Anbieter reguliert (unten Rn 48, 49 und 6. Teil Rn 376, 382, 453, 497, 570ff.), für Wertpapierfirmen und Kreditinstitute zudem auch im WpHG (vgl. 7. Teil Rn 115–118 zu §§ 85, 86 WpHG).

Die sonstigen „Wertpapiernebdienstleistungen“ haben – wie etwa die Kreditierung von Wertpapierdienstleistungen – rein dienenden Charakter für die Durchführung derselben (namentlich § 2 Abs. 9 Nr. 2, 4, 6, 7 WpHG bzw. Anh. I B Nr. 2, 4, 6, 7 MiFID II) und sind gleichsam annexweise „mit“ genehmigt.

3. Sonstige professionelle Marktakteure und „Gatekeeper“

- 47 **a) Gatekeeper.** Eine Reihe weiterer professioneller Marktakteure – neben den Kreditinstituten und Wertpapierfirmen – erfüllen wichtige Funktionen für Anleger, Emittenten sowie Kapitalmärkte und die auf ihnen durchgeführten Transaktionen. Da freilich sowohl der Handel für Dritte als auch die Abschluss- und Nachweisvermittlung eine Wertpapierdienstleistung darstellen und das Depotgeschäft ein Bankgeschäft, sind die Transaktionen selbst sowie ihre Abwicklung auf den erfassten Märkten in den erfassten Finanzinstrumenten (unten II. und III.) ausschließlich in die Hände der Kreditinstitute und Wertpapierfirmen gelegt, Zweitere gar allein in die Hände der Kreditinstitute. Daher **konzentriert** sich die Mitwirkung weiterer professioneller Marktakteure auf den **Bedarf an Kapitalmarktinformation**. Im angloamerikanischen Sprachraum hat sich das **Konzept des „Gatekeeper“** („Türstehers“) herausgebildet.⁸⁶ Tragend bei die-

⁸⁵ Dabei betreiben Kreditinstitute bzw. Wertpapierfirmen multilaterale und organisierte Handelssysteme selbst und fungieren auch selbst als systematische Internalisierer, während geregelte Märkte, namentlich Börsen, als solche zulassungspflichtig sind (unten Rn 68, 70), so dass sich Kreditinstitute bzw. Wertpapierfirmen an den Betreibergesellschaften nur beteiligen. Vgl. hierzu etwa implizit KölnKomm WpHG/Seiffert § 32 Rn 3. Vgl. insgesamt unten 7. Teil.

⁸⁶ Grundlegend *Kraakman Gatekeepers – the Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 *J. L. Econ. Org.* 53 (1986); aus jüngerer Zeit zu diesem Konzept ausf. *Gerner-Beuerle Underwriters, Auditors, and other Usual Suspects: Elements of Third Party Enforcement in US and European Securities Law*, (2009) 6 *ECFR* 476; *Coffee Gatekeepers – the Professionals and Corporate Governance*, 2006; *Leyens Informationsintermediäre als Gatekeeper – rechtsökonomische Überlegungen zu einer modernen Intermediärhaftung*, 2008; ders. FS Schäfer 2008, S. 159;

sem sehr generischen Konzept, mit dem heterogene Akteure vereint werden, ist die Idee, dass es sich jeweils einerseits um (weitere) professionelle Informationsintermediäre mit nochmals vertiefter/spezialisierter Informationsaufbereitung handelt, andererseits jedoch ein Reputations-transfer hinzukommt: Die Information wird von den „Gatekeepers“ zugleich zertifiziert, um der Informationsasymmetrie hinsichtlich der Verlässlichkeit des Emittenten und der von ihm herührenden Information zu begegnen.⁸⁷ Besonders deutlich wird dies etwa an der Einschaltung von Abschlussprüfern – obwohl gerade diese „Gatekeeper“ eher schon kapitalmarktfern angesiedelt zu sein scheinen (unten Rn 51). Dementsprechend muss Regulierung auf diese „Zertifizierungsfunktion“ ausgerichtet sein und sie stärken (Umfang der Informationsaufbereitung, Neutralität). Zugleich können „Gatekeeper“ jedoch eine Aufgabe der Informationsbündelung erfüllen, häufig gepaart mit einer „Zertifizierung“, so etwa im Falle der Ratingagenturen und Finanzanalysten – jeweils für unterschiedliche Aspekte der Anlageentscheidung. Da dies auch die Aufgabe der individuellen Anlageberatung durch die Kreditinstitute und Wertpapierfirmen bildet, kommt es nicht nur zu einer Spezialisierung auf bestimmte Aspekte des Informationstransfers und eine Vertiefung etwa der Bonitätsfragen (durch Rating), sondern auch zu Überschneidungen. Damit wird die Idee, dass eine der Stärken kapitalmarktrechtlicher Finanzierung (im Vergleich zu einer Finanzierung durch Bankkredite) in der Vervielfältigung der Informationsgenerierung und -überprüfung liege (oben Rn 14f.) auf die (facettenreiche) Funktion der „Gatekeeper“ erstreckt. Auch Reputationstransfer und Informationsbündelung erfolgen mehrfach, um eine reichere, Einseitigkeiten (auch bei Interessenkonflikten) besser ausgleichende Informationsgrundlage bei der individuellen Anlageentscheidung zu verbürgen. In all dem sind „Gatekeeper“ jedoch nicht Teil – sondern nur sehr wichtige funktionale Ergänzung – des Investment Banking und werden daher vorliegend in ihren Rechtsgrundlagen auch nicht näher kommentiert, sondern nur kurz vorgestellt.

b) Finanzanalysten. Finanzanalysen – nach MAR Anlage- und Anlagestrategieempfehlungen (dort Art. 3 Abs. 1 Nr. 34, 35) – haben das **Anlageinstrument insgesamt** im Blick, nicht nur einen bestimmten Aspekt des Emittenten, und haben verschiedene **Funktionen**: Sie bewerten öffentlich zugängliche Informationen, jedoch auch nichtöffentliche nicht kurserhebliche (Hintergrunds-)Informationen. Namentlich Gespräche mit dem Management des Emittenten sind von großer Bedeutung, um Verlässlichkeit und Konsistenz der veröffentlichten Informationen zu hinterfragen.⁸⁸ Solchermaßen befördern Finanzanalysen die Kapitalnachfrage von Emittenten (abhängig von der positiven Bewertung, jedenfalls jedoch auch ihre Bekanntheit) und die effiziente Mittelallokation als Funktion der Kapitalmärkte ebenso wie als individualschützende Zielsetzung für einzelne Anleger⁸⁹ und **unterstützen schließlich auch die individuelle Beratung** durch Wertpapierdienstleister, von der sie abzugrenzen sind: Anders als die Anlageberatung, die sachlich vergleichbar breit ist, sind sie nicht persönlich an einen einzelnen Anleger

Partnoy How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers, in: Fuchita/Litan (Hrsg.), *Financial Gatekeepers – can they protect investors?* 2006, S. 59; *Schaeken Willemaers* The EU Issuer-Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, 2011, S. 90 ff., 207; *Cunningham* Choosing Gatekeepers: Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability, 52 *UCLA L. Rev.* 413 (2004). Eine systematische Regulierung mahnt an (zu einem Zeitpunkt, da sich diese schon andeutete): *Masouros* Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously? – An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe, (2010) 7 *ECL* 195 (bes. 203).

⁸⁷ *Cunningham* 52 *UCLA L. Rev.* 413 (2004), 1 (41); Veil/*Teigelack* *EuKapMR* § 26 Rn 5; KölnKomm *WpHG/Möllers* § 34b Rn 2–11.

⁸⁸ *Porak* Kapitalmarkt-kommunikation, 2002, S. 139 ff., 147 ff.; *Soltes* Private Interaction between Firm Management and Sell-Side Analysts, 52 *Journal of Accounting Research* 245 (245–248) (2014); Veil/*Teigelack* *EuKapMR* § 26 Rn 1.

⁸⁹ Grundlegend *Fisch* Does Analyst Independence Sell Investors Short? 55 *U.C.L.A.L. Rev.* 39 (46 ff.) (2007); sowie *Habersack/Mülbert/Schlitt/Göres* Kapitalmarktinformation § 24 Rn 1f.; KölnKomm *WpHG/Möllers* § 34b Rn 2–11; Veil/*Teigelack* *EuKapMR* § 26 Rn 1–3.

gerichtet oder an eine abgegrenzte bestimmte Zahl von individualisierten Anlegern (vgl. zur Abgrenzung unten 6. Teil, Rn 570f.). Obwohl freilich auch die individuelle Beratung i.d.R. auf ein bestimmtes Beratungsportfolio, also auf eine bestimmte Zahl von Anlageinstrumenten beschränkt wird (Spezialisierung), geht die Vertiefung von Informationsaufbereitung und -hinterfragung bei der Finanzanalyse i.d.R. noch deutlich weiter.⁹⁰ Aufgrund der inhaltlichen Nähe von Finanzanalyse (Anlage/Anlagestrategieempfehlung) und (individueller) Anlageberatung verwundert es nicht, dass sie nicht nur von reinen Finanzanalysten, sondern auch von Banken erbracht wird⁹¹ (daher auch die Einstufung als Wertpapiernebdienstleistung, anders als etwa beim Rating, vgl. oben Rn 46).

49 Eine **Regulierung** der Finanzanalyse findet sich in Deutschland bereits seit Mitte der 1990er Jahre, auf Europäischer Ebene – mit nachfolgender Umsetzung in Deutschland – erst seit der zweiten Richtliniengeneration:⁹² Es handelt sich im Wesentlichen um **drei Regulierungsgruppen**, die – weil das Geschäft auch von Banken betrieben wird (de facto Investment Banking) – im Folgenden auch im Einzelnen kommentiert werden: Dies ist (i) die spezifische Anwendung des *allgemeinen* Marktmissbrauchsrechts – also der Insider- und der Marktmanipulationsverbote in Art. 7–15 MAR – auf Sachverhalte der Finanzanalyse (vgl. unten 6. Teil Rn 376, 382, 453, 497);⁹³ dies ist (ii) die Regulierung spezifischer Sorgfaltsstandards für die Erstellung von Anlage-

90 Allgemein zu den Sorgfaltspflichten hierbei, vgl. Habersack/Mülbert/Schlitt/Göres Kapitalmarktinformation § 24 Rn 70–81; KölnKomm WpHG/Möllers § 34b Rn 123–154; Überblick über die Informationsgewinnung von Analysten (tendenziell noch intensiver als für § 63 WpHG) bei Ramnath/Rock/Shane The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research, 24 International Journal of Forecasting 34 (38–42) (2008); Oberdörster, Finanzberichterstattung und Prognosefehler von Finanzanalysten, 2009, S. 63–70; vgl. zur Regulierung im Lichte der Ökonomik: Ch. Müller Regulierung von Analysten: Eine rechtsökonomische Betrachtung, 2015.

91 KölnKomm WpHG/Möllers § 34b Rn 112; in einem Datensatz, der die Jahre 1996–2003 abdeckt, waren 72% der Firmen, die Finanzanalysen betrieben und darauf basierend Empfehlungen abgaben, Investment Banken (Barber/Lehavy/Trueman Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms, 85 Journal of Financial Economics 490 (500–501) (2007)); siehe auch Jacob/Rock/Weber Do Non-Investment Bank Analysts Make Better Earnings Forecasts?, 23 Journal of Accounting, Auditing & Finance 23 (2008); Oberdörster, Finanzberichterstattung und Prognosefehler von Finanzanalysten, 2009, S. 59; Knorr Cetina, Epistemic Profile of Financial Analysis, in: Camic/Gross/Lamont (Hrsg.), Social Knowledge in the Making, 2011, 405 (424–425).

92 In Deutschland Wertpapiernebdienstleistung bereits seit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz (unten Rn 119), mit FinAnV, BGBl. 2004 I S. 3522, geändert durch BGBl. 2007 I S. 1430; auf EU-Ebene seit MiFID I und speziell geregelt für Fragen der Marktintegrität in MAD I, heute MAR (unten Rn 346, 352 und 423, 467), vgl. im Folgenden. Zur Finanzanalyse neben den Standardkommentaren vor allem: Brenncke Die Abgrenzung von Finanzanalysen und anderen Empfehlungen zur Werbemittelteilung – zur Europarechtswidrigkeit des deutschen Rechts, ZBB 2009, 361; Geier/Hombach/Schütt Finanzanalysen in MiFID II und MAR, RdF 2017, 108ff.; Göres Die Interessenkonflikte von Wertpapierdienstleistern und –analysten bei der Wertpapieranalyse, 2004; ders. MiFID – Neue (Organisations-)Pflichten für die Ersteller von Finanzanalysen, BKR 2007, 85; Hettermann/Althoff Rechtliche Anforderungen an Finanzanalysen, WM 2006, 265; Möllers Selbstregulierung der Presse und fehlerhafte Finanzanalysen von Journalisten, AfP 2010, 107; Möllers/Leberherz Fehlerhafte Finanzanalysen – Die Konkretisierung inhaltlicher Standards, BKR 2007, 349; Repke Die Rolle von Finanzanalysten in Investmentbanken, 2007; Schmidtke Die kapitalmarktrechtliche Regulierung von Finanzanalyse und Rating-Urteil durch das Wertpapierhandelsgesetz, 2010; Schwalm Die Erstellung von Finanzanalysen nach § 34b WpHG, 2007; Sturm Die kapitalmarktrechtlichen Grenzen journalistischer Arbeit, ZBB 2010, 20; Teigelack Finanzanalysen und Behavioral Finance, 2009; ders. In: Veil (Hrsg.) EuKapmR § 26 (mit umfangreichem Lit.nachw.); Weber Die Haftung des Analysten für fehlerhafte Wertpapieranalysen, 2006; siehe auch Assmann ÖBA 2007, 40 (47f.); Göres BKR 2007, 85; Schlicht BKR 2006, 469 (473).

93 Grundlegend noch immer: Baetge (Hrsg.), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität – was bedeuten die neuen Regelungen für Unternehmenspublizität und Finanzanalyse? 1995 – darin u.a. Hopt Wie sinnvoll sind rechtliche Regelungen über Insidergeschäfte? Ökonomische und rechtliche Überlegungen zum europäischen und deutschen Insiderrecht, dort S. 1; sowie Claussen/Schwark (Hrsg.), Insiderrecht für Finanzanalysten, 1997; sowie aus jüngerer Zeit Spindler Finanzanalyse vs. Finanzberichterstattung: Journalisten und das AnSVG, NZG 2004, 1138 (1142–1144); Trüg Umfang und Grenzen des Scalping als strafbare Marktmanipulation, NStZ 2014, 558 (560). Zur aktuellen Diskussion rund um Leerverkaufstaktiken und irreführende Finanzanalysen siehe etwa Möllers Marktmanipulation

empfehlungen (Art. 20 MAR, vorher Art. 6 Abs. 5 MAD I, unten 6. Teil Rn 569–572), namentlich mit Anforderungen an die hinreichende Tiefe der Informationserhebung, an die Objektivität der Wiedergabe und an eine Ausräumung von Interessenkonflikten; dies ist (iii) – an der Organisation ansetzend – die Regulierung von Zuverlässigkeitsanforderungen, namentlich mit organisatorischen Vorgaben zur Minimierung von Interessenkonflikten, sowie eine (bloße) Anzeigepflicht für Anbieter von Finanzanalysen, die nicht Kreditinstitute oder Wertpapierfirmen sind und daher dem WpHG insgesamt unterliegen (vgl. §§ 85, 86 WpHG n.F., für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen ergänzt um die auf sie umfassend anwendbaren Wohlverhaltensregeln von MiFID I und II, §§ 63ff. WpHG n.F.). Dabei waren wichtige Gehalte von § 34b WpHG a.F., die die Transaktion betrafen und der Umsetzung von Art. 6 Abs. 5 MAD I dienten, zu streichen (verdrängt vom unmittelbar anwendbaren Art. 20 MAR, namentlich § 34b Abs. 1–3 WpHG a.F.), während die organisatorischen Gehalte (§ 34b Abs. 5 WpHG a.F., § 85 WpHG n.F.) neben der Anzeigepflicht nach § 86 WpHG n.F. erhalten blieben (unten 7. Teil, Rn 115–118, zu § 85, 86 WpHG).

c) Ratingagenturen. Ungleich später als Finanzanalysten – und erst im Gefolge der Finanzkrise – wurden Ratingagenturen einer Regulierung ihrer Sorgfalts-, Unabhängigkeits- und auch Haftungsstandards unterworfen. Dies ist systematisch schwer zu erklären, weil sie vergleichbare Funktionen erfüllen: Zwar bezieht sich das Rating grds. nur auf die Bonität von Emittenten – staatlichen bzw. Unternehmen –,⁹⁴ abgesehen von dieser gegenständlichen Einschränkung jedoch ist die **Funktion der Informations-, aber auch Reputationsvermittlung („Überprüfung“ als Gatekeeper)** gänzlich vergleichbar derjenigen, die Finanzanalysten übernehmen – und eher noch breiter, teils global wirkend. Dennoch führte erst die in großen Teilen fehlerhafte Bewertung der Finanzinstrumente (Credit Default Swaps und Options, CDS und CDO), mit denen Sub-prime Loans verbrieft und kapitalmarktgängig gemacht wurden,⁹⁵ zur Verabschiedung der EU-Rating-Verordnung (mit ausführender Zuständigkeitsregelung in § 29 WpHG).⁹⁶ Die Regulierung folgt den Modellen, die von den Abschlussprüfern (nächste Rn) als

durch Leerverkaufsattacken und irreführende Finanzanalysen, NZG 2018, 649 ff.; *Bayram/Meier* Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken, BKR 2018, 55 ff.; *Wilken/Bertus* Professionelle Leerverkaufsattacken – rechtliche Grundlagen und Grenzen, BB 2019, 2754 ff.; ferner auch *Möllers/Cygalow* Audiatur et altera pars – man höre die andere Seite – als Rechtspflicht von Finanzanalysten, JZ 2018, 1131 ff.

94 Vgl. *Blaurock* ZGR 2007, 603 (604–606 und 608); *Veil/Veil/Teigelack* EuKapMR § 27 Rn 1 f. (dort jeweils auch zur grundsätzlichen Beschränkung auf die Frage der Bonität). Zu den verschiedenen Formen von Ratings *Habersack/Mülbert/Schlitt/Göres* Kapitalmarktinformation § 25 Rn 48–60. Zu den Bewertungsschemata (AAA, AA+ [Standard & Poor's und Fitch] bzw. Aaa, Aa1 [Moody's]) vgl. *Habersack/Mülbert/Schlitt/Göres* Kapitalmarktinformation § 25 Rn 42. Die regulatorische Bezugnahme auf Ratings unter den Basel II Grundsätzen ist unter den Basel III Grundsätzen weitestgehend entfallen, es bleibt freilich der sehr weitgehende Rekurs der EZB auf Ratings (derzeit leider nur der genannten „großen Drei“ + DBRS) im Rahmen ihrer Rückkaufprogramme: vgl. *Lammers* Die Politik der EZB an den Grenzen ihres Mandats? Zur Vereinbarkeit unkonventioneller Maßnahmen mit dem Europäischen Recht, EUZW 2015, 212 (214 f.).

95 Zur Beschreibung der Instrumente vgl. näher unten 6. Teil Rn 314. Zur ihrer Bedeutung in der Entwicklung der Finanzkrise vgl. näher *Amort* Haftung und Regulierung von Ratingagenturen, EuR 2013, 272 (273); *Halfmeier* Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber Kapitalanlegern: Von Sydney lernen? WuR 2014, 327 (327 f., 332); *Lerch* Ratingagenturen im Visier des europäischen Gesetzgebers, BKR 2010, 402 (404 f.); *Habersack/Mülbert/Schlitt/Göres* Kapitalmarktinformation § 25 Rn 9–11.

96 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABL.EU 2009 L 302/1. Anpassung an die neue Aufsichtsstruktur ABL.EU 2011 L 145/30 (nur noch ESMA zuständig) sowie Änderung ABL.EU 2013 L 146/1 (VO (EU) Nr. 462/2013 vor allem mit teilweiser Einschränkung der Zeitpunkte für ein zulässiges Rating von Staats- und Unternehmensschulden und Spezifikation des Rahmens für zivilrechtliche Haftung). Zur Durchführungsgesetzgebung vgl. *Veil/Veil/Teigelack* EuKapMR § 27 Rn 13 f.; <https://www.esma.europa.eu/regulation/credit-rating-agencies>. Aus der umfangreichen Literatur vgl. namentlich *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Assmann/Buck-Heeb* Hdb Kapitalanlagerecht § 1 Rn 79–84d; *Becker* Die Regulierung von Ratingagenturen, DB 2010, 941; *Blaurock* Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht? ZGR 2007, 603; *ders.* Neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen, EuZW

der ältesten Regulierung her bekannt sind und auch schon bei den Finanzanalysten vergleichbar übernommen wurden: Zentral ist einerseits die Verbürgung von Professionalität und Sorgfaltsstandards (vor allem durch Formalisierung und periodische Evaluation der Ratingmethoden und -modelle nach Prognoseverlässlichkeit, daneben auch Klarheit der Präsentation, Auswahl des Personals und Registrierungspflicht).⁹⁷ Zentral ist andererseits die Vermeidung oder Minimierung von Interessenkonflikten – mit den beiden Hauptanforderungen einer Unabhängigkeit der Ratingagentur selbst (vom Emittenten und wirtschaftlichen Interessen am zu ratenden Produkt) sowie einer periodischen „internen“ Rotation des eingesetzten Ratingpersonals (freilich nicht auch der Ratingagentur, „externe“ Rotation).⁹⁸ Die Haftungsregelung auf EU-Ebene (Art. 35a, eingefügt durch VO (EU) Nr. 462/2013) setzt den Rahmen fest – grobfahrlässiger Rechtsverstoß nach Anh. III der Rating-VO, der das Rating bedingt hat, das wiederum ursächlich für die Transaktion/den Schaden wurde –, während die Frage nach dem anwendbaren Recht (wohl entsprechend der Rom-II-VO) und sonstige deliktsrechtliche Fragen dem nationalen Recht überantwortet bleiben, namentlich die Frage nach der Bestimmung des Schadens und des Mitverschuldens („in vertretbarer Weise ... mit gebührender Sorgfalt auf dieses Rating verlassen“), aber auch die Frage, ob daneben ein vertragsrechtlicher Anspruch eingreift (vgl. ausdrücklicher Verweis auf nationales Recht in Art. 35a Abs. 4 VO (EU) Nr. 462/2013).⁹⁹

51 d) Abschlussprüfer. Im kapitalmarktrechtlichen Kontext eher nicht mehr behandelt werden die Abschlussprüfer, weil ihre Hauptaufgabe in der Prüfung der Rechnungslegung *aller*

2013, 608; *Deipenbrock* Das europäische Modell einer Regulierung von Ratingagenturen – aktuelle praxisrelevante Rechtsfragen und Entwicklungen, RIW 2010, 612; *dies.* Die zweite Reform des europäischen Regulierungs- und Aufsichtsregimes für Ratingagenturen – Zwischenstation auf dem Weg zu einer dritten Reform?, WM 2013, 2289; *dies.* Kritische Anmerkung zur Umsetzung des Regulierungs- und Aufsichtsrahmens für den europäischen Ratingsektor seit seiner Einführung Ende 2009, WM 2016, 2277 (2283f.); *Habersack*, Rechtsfragen des Emittenten-Ratings, ZHR 169 (2005) 185; *Hermeling/Meeh-Bunse/Schomaker* Ein europäisches Netzwerk kleiner Ratingagenturen – Eine mögliche Alternative zur gescheiterten europäischen Ratingagentur?, WM 2014, 1464; *Möllers* Regulierung von Ratingagenturen, JZ 2009, 861; *Partnoy* How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers, in: Fuchita/Litan (Hrsg.), *Financial Gatekeepers – can they protect investors?* 2006, S. 59; *Schröter* Ratings – Bonitätsbeurteilung durch Dritte im System des Finanzmarkt- Gesellschafts- und Vertragsrechts, 2014; *Stemper* Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings, 2010; *Tonningsen* Die Regulierung von Ratingagenturen, ZBB 2011, 460; *Zimmer* Rating-Agenturen – Reformbedarf nach der Reform, FS Hopt 2010, S. 2689.

97 Zu Zuverlässigkeits- und Sorgfaltsstandards und insbes. den genannten Hauptelementen vgl. *Habersack/Mülbert/Schlitt/Göres* Kapitalmarktinformation § 25 Rn 61–68; *Veil/Veil/Teigelack* EuKapMR § 27 Rn 44–54.

98 Zum Regime zur Vermeidung von Interessenkonflikten und insbesondere zu den beiden genannten Kernelementen: *Amort* Haftung und Regulierung von Ratingagenturen, EuR 2013, 272 (273); *Habersack/Mülbert/Schlitt/Göres* Kapitalmarktinformation § 25 Rn 74–81; *Veil/Veil/Teigelack* EuKapMR § 27 Rn 30–43; *Berger/Ryborz* Die Haftung von Ratingagenturen zwischen Kompensation und Verhaltenssteuerung, WM 2014, 2241 (2242f.); zur Unabhängigkeit auch rechtsvergleichend: *Leyens* Intermediary independence: auditors, financial analysts and rating agencies, 11 J. Corp. L. Stud. 33 (2011).

99 Zum Haftungsregime aus dem reichen Schrifttum namentlich: *Amort* Haftung und Regulierung von Ratingagenturen, EuR 2013, 272; *Arntz* Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber fehlerhaft bewerteten Staaten und Unternehmen, BKR 2012, 89; *Berger/Ryborz* Die Haftung von Ratingagenturen zwischen Kompensation und Verhaltenssteuerung, WM 2014, 2241; *Blaurock* Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht? ZGR 2007, 603; *Dutta* Die neuen Haftungsregeln für Ratingagenturen in der Europäischen Union – zwischen Sachrechtsvereinheitlichung und europäischem Entscheidungseinklang, WM 2013, 1729; *Haar* Haftung für fehlerhafte Ratings von Lehman-Zertifikaten – ein neuer Baustein für ein verbessertes Regulierungsdesign im Ratingsektor? NZG 2010, 1281; *Halfmeier* Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber Kapitalanlegern: Von Sydney lernen?, VuR 2014, 327; v. *Schweinitz* Die Haftung von Ratingagenturen, WM 2008, 953; *Vasella* Die Haftung von Ratingagenturen, 2011; *Wildmoser/Schiffer/Langoth* Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern? RIW 2009, 657; *Wojcik* Zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach europäischem Recht, NJW 2013, 2385.

rechnungsliegungspflichtigen Gesellschaften (mit Testat) besteht,¹⁰⁰ also weder kapitalmarkt-rechtlich noch (zumindest) börsengesellschaftsrechtlich zu qualifizieren zu sein scheint.¹⁰¹ **Im Rahmen der Corporate Governance Diskussion** jedoch, die sich ja gerade durch die Verbindung gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Diskussionsstränge auszeichnet, haben die **Abschlussprüfer als „Gatekeeper“** schon besonders früh geradezu paradigmatisch wichtige Bedeutung erlangt: namentlich in ihrer Stellung zwischen interner und externer Corporate Governance,¹⁰² also als intern beauftragte, für einen intern geschuldeten Informationstransfer mitverantwortliche Experten, deren Prüfung und Testatvermerke jedoch große Außenwirkung, namentlich auch auf Investoren haben.¹⁰³ In der Tat gehen die Ergebnisse ihrer Prüfung vielfach in

100 Rechtsgrundlagen sind die Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, ABL. EG 2013 L 182/19 (Änderung vor allem durch sog. CSR-Richtlinie, Richtlinie 2014/95/EU); vorher Vierte Richtlinie 78/660/EWG und Siebente Richtlinie 83/349/EWG, vgl. Nachw. Voraufgabe: StaubGroßKommHGB-Grundmann Band 11/1 5. Auflage 2017 Rn 51); Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.7.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABL. EG 2002 L 243/1 (Änderungen bis hin zu ABL. EG 2008 L 97/62); §§ 238 ff., bes. 264 ff. HGB; zur Abschlussprüfer-Richtlinie Nachw. unten Fn 105. Hierzu – und zum Anwendungsbereich – vgl. nur Grundmann Europäisches Gesellschaftsrecht §§ 14–17 (allerdings im Kernbereich Bilanz-Richtlinien zum Vorgängerregime) sowie Habersack/Verse Europäisches Gesellschaftsrecht § 9; sowie – speziell für die überragend wichtigen IFRS (nächste Fn) – Achleitner/Behr Internationale Rechnungslegung – Grundlagen, Einzelfragen und Praxisanwendungen, 4. Aufl. 2009; Heuser/Theile IFRS-Handbuch – Einzel- und Konzernabschluss, 6. Aufl. 2019 (dort auch jeweils umfangreiche Lit.nachw.). Nicht erörtert wird die Abschlussprüfung – um nur einige zu nennen – etwa in Buck-Heeb Kapitalmarktrecht; Lenenbach Kapitalmarktrecht; Kümpel/Hammen/Ekkenga (Hrsg.), Kapitalmarktrecht; Veil (Hrsg.) EuKapmR; (Erstere beide immerhin mit kurzer Erwähnung).

101 Gerade die zuletzt genannte Überlegung stellt freilich bereits eine Verkürzung dar, weil die Frage, ob die Gesellschaft bzw. eine Gesellschaft in der Gruppe mit ihren Papieren auf Kapitalmärkten gehandelt bzw. zu ihnen zugelassen ist, für die Wahl des Regelwerkes (nach HGB oder nach IFRS) von Bedeutung ist. Vgl. im einzelnen Grundmann Europäisches Gesellschaftsrecht § 17 Rn 589 f., 594 f., 601 ff.; und § 291 HGB und dazu Baumbach/Hopt/Merk § 291 Rn 1 ff.; MünchKomm/Reiner § 291 Rn 1 ff.; EBJS/Schurbohm-Ebeneth § 291 HGB Rn 1 ff.

102 Schon in den Anfängen der Corporate Governance Debatte formulierte Cadbury-Committee – eines der drei Committees, mit denen die Corporate Governance Diskussion überhaupt breit anhub – unter 5.1.: „Audit is one of the cornerstones of corporate governance.“ (Cadbury-Committee The Financial Aspects of Corporate Governance, 1992). Sie zählen neben den (Konsortial-)Banken zu den zentralen „gatekeepers“, zu den „usual suspects“ etwa nach Gerner-Beuerle Underwriters, Auditors, and other Usual Suspects: Elements of Third Party Enforcement in US and European Securities Law, ECFR 2009, 476. Zur zentralen Rolle der Unternehmensüberwachung – gerade durch die Abschlussprüfung und nach den meisten Corporate-Governance-Codices durch zwingende Einrichtung eines speziellen Ausschusses (audit committee) etwa: Hopt Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? Überlegungen zum Einfluß der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law und civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2000, 779 (782); Trigo Trinitade Corporate Governance – La responsabilité des conseils d’administration dans les sociétés, ERPL/REDC 2000, 281 (284); früh schon: Conard Die Überwachung des Unternehmensmanagements – ein Vergleich der Entwicklung im Recht der Europäischen Gemeinschaft und der Vereinigten Staaten, ZGR 1987, 180; aus jüngerer Zeit für diesen Vergleich etwa Mouthaan Corporate Governance Reform in the US and EU – Time for a Change, ECL 5 (2008), 123; und noch breiter Chung/Farrar/Puri/Thome Auditor liability to third parties after Sarbanes-Oxley: An international comparison of regulatory and legal reforms, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation 19 (2010) 66; Velte Reform der Abschlussprüfung nach der Richtlinie 2014/56/EU und der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 – Unabhängigkeit und Berichterstattung des Abschlussprüfers sowie Tätigkeit von Prüfungsausschüssen, DStR 2014, 1688; Herkendell/Rieger Auswirkungen der Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Abschlussprüfung – Aktualisierung von IDWPS 345, WPg 2013, 202; zu „auditing practices“ in der EU: Naciri Corporate Governance around the world, 2008, S. 331 ff.

103 Zum alten Streit zur Frage, ob Rechnungslegung und ihre Regulierung primär auf den Aktionärs- und Investorenschutz oder auf den Gläubigerschutz ausgelegt sind, ein Streit, der insbes. in der Diskussion um den Fair-value-Ansatz kulminiert, vgl. nur Grundmann Europäisches Gesellschaftsrecht, § 14 Rn 492–494, 498, 509–511; sowie etwa Alsheimer Das den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage – Angelsächsische Rechtstradition und deutsches Bilanzrecht, RIW 1992, 645; Beisse Zehn Jahre „True

kapitalmarktrechtlich zentrale Informationsinstrumente ein, nicht zuletzt in den **Prospekt** (unten 6. Teil Rn 158, 241). Und die wichtigsten Bilanz- und Abschlussprüferskandale – Enron und WorldCom 2001/02¹⁰⁴, die auch regulatorisch dies- und jenseits des Atlantiks grundlegende Reformen anstießen,¹⁰⁵ entwickelten sich in ihrer Auswirkung fast noch spezifischer zu Kapitalmarktskandalen als die Fehlentwicklungen im Ratingsektor knapp ein Jahrzehnt später im Vorfeld der Finanzkrise 2008. Gesellschaftsrechtlich wird die Rechnungslegung als die zentrale Rechenschaftsform und Informationsquelle verstanden, und insoweit spielen die Abschlussprüfer eine ähnliche Rolle der Informationsaufbereitung und der Zertifizierung der Richtigkeit wie Finanzanalysten, wobei die Zertifizierung noch deutlicher – ja exklusiv – im Vordergrund steht, auch rechtlich vorgeschrieben ist (Pflichtprüfung), umgekehrt aber auch gegenstandsmäßig enger und präziser umrissen ist. Da die **kapitalmarktrechtlich geforderte und auch tatsächlich verfügbare Information** ungleich umfangreicher und dichter getaktet ist, bildet hier die Rechnungslegung und **Abschlussprüfung nur ein Element** von vielen, freilich ein durchaus zentrales. Hinzu kommen vor allem die gesamte Folgepublizität (Finanzberichtserstattung, Ad-hoc-Publizität und Beteiligungstransparenz, Directors' Dealing etc., 6. Teil Abschnitte 3 und 5) und eine individuelle Beratung bei den Einzeltransaktionen in Finanzinstrumenten (8. Teil, Rn 185–213, zu §§ 63, 64 WpHG). Dennoch sollte darüber die Vergleichbarkeit der Rolle und die Wichtigkeit der Rechnungslegung auch aus kapitalmarktrechtlicher Sicht nicht vernachlässigt werden.

- 52 **e) Sonstige Berater und Signalgeber.** Neben die Finanzanalysten, Ratingagenturen und auch die Abschlussprüfer treten weitere (professionell tätige) Akteure, die im Vergleich zu diesen drei Formen von „Gatekeepers“ weniger klar umrissene Funktionen in Kapitalmärkten und flankierend zum Investment Banking übernehmen und deswegen auch nochmals weniger oder gar nicht reguliert werden, freilich durchaus **partiell Funktionen eines „Gatekeeper“** ausfüllen (Informationsintermediär mit Überprüfungsfunktionen), teils jedoch treffender mit dem Begriff eines **Signalgebers** umschrieben wären: Manche von ihnen werden in Rechtsakten zum Investment Banking direkt angesprochen, freilich dort auch teils **ehrer privilegiert** (hinsichtlich *allgemeiner* Anforderungen, etwa bei Insider- oder Marktmanipulationsverboten, die im jeweiligen Kontext als zu streng gesehen werden) als reguliert. Dies gilt namentlich für **Journalisten**,

and Fair View“, FS Clemm 1996, S. 27 (30–32); *Bird* What is „A True and Fair View“? The Journal of Business Law 1984, 480; *Moxter* Zum Verhältnis von handelsrechtlichen Grundsätzen ordnungsgemäßer Bilanzierung und True-and-fair-view-Gebot bei Kapitalgesellschaften, FS Budde 1995, S. 419; *Schön* Gesellschafter-, Gläubiger- und Anlegerschutz im Europäischen Bilanzrecht, ZGR 2000, 706; *ders.* Entwicklung und Perspektiven des Handelsbilanzrechts – vom ADHGB zum IASC, ZHR 161 (1997) 133 (152f.); *Zahid* True and Fair View, „Versus“ Fair Presentation, Accountings: Are They Legally Similar or Different? EBLR 2008, 677.

104 Zum jüngst öffentlich gewordenen Fall beim Zahlungsdienstleister Wirecard, GWR 2020, 351; *Markworth* Kapitalmarktinformationshaftung wegen Bilanzmanipulationen, BKR 2020, 438.

105 Sarbanes-Oxley. Corporate responsibility (2002, July 30), 116 Stat. 745 Pub. Law No. 107–204, 15 U.S.C. 7201, note; zu diesem Act etwa *Helldt/Ziemann* Sarbanes-Oxley in Deutschland? – Zur geplanten Einführung eines strafbewehrten „Bilanzeides“, nach dem Regierungsentwurf eines Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetzes, NZG 2006, 652; *Hinz* Der Sarbanes-Oxley Act als Präventions- und Aufdeckungsmaßnahme doloser Handlungen – Eine Untersuchung vor dem Hintergrund des Enron-Zusammenbruchs und weiterer Bilanzskandale, 2010; *Volkwein* Die Umsetzung des Sarbanes Oxley Act in Deutschland, 2014; und Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 84/253/EWG des Rates, ABl. EG 2006 L 157/87. Diese Richtlinie ersetzte aufgrund des fundamentalen Reformbedarfs die ungleich weniger stark auf tatsächliche Unabhängigkeit der Abschlussprüfer ausgelegte Achte Richtlinie 84/253/EWG des Rates vom 10.4.1984 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g des Vertrages über die Zulassung der mit der Pflichtprüfung der Rechnungslegungsunterlagen beauftragten Personen, ABl. EG 1984 L 126/20; zur Abschlussprüfer-Richtlinie vgl. nur *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, § 16.

die über Kapitalmarktentwicklungen oder einzelne Emittenten, namentlich auch in der Fachpresse, berichten (Art. 20 Abs. 3 UAbs. 4 und Art. 21 MAR, hierzu unten 6. Teil Rn 452–454). Andere Dienstleistungen haben praktisch nicht mehr die Funktion eines „Gatekeeper“ (neutrale Überprüfung und Reputationsvermittlung), wohl jedoch des spezialisierten Informationsintermediärs, namentlich im Falle der **Beratung bei Unternehmensübernahmen und zur Kapitalstruktur**. Diese wird jedoch auch nur als Wertpapiernebdienstleistung erfasst (§ 2 Abs. 9 Nr. 3 WpHG, Anh. I B Nr. 3 MiFID II), also für andere Anbieter als Wertpapierfirmen und Kreditinstitute gar nicht reguliert und für diese auch nur mit wenigen, vor allem den organisationsorientierten Regeln (etwa Vermeidung von Interessenkonflikten), weil umgekehrt §§ 63ff. WpHG ganz auf den Wertpapierhandel für Kunden zugeschnitten sind. Signalgeber sind vor allem diejenigen Anleger, deren Aufträge (wegen Größe oder mit ihnen einhergehendem Informationsgehalt) typischerweise Kursbewegungen auslösen können. Das sind einerseits die **institutionellen Anleger**, die aufgrund des getätigten Handelsvolumens solche Wirkungen zeitigen (können), daher auf Anonymität der Ausführung besonders bedacht sind, bisher jedoch eher in ihrem Stimmrechtsverhalten in der Corporate Governance Literatur intensiver diskutiert, und seit der Aktionärsrecht-Richtlinie II auch dahingehend reguliert sind, dass ihr Stimmrechtsverhalten und die Leitlinien, die sie dabei befolgen wollen, ebenso wie die Unterstützung durch Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater grds. aufzudecken sind.¹⁰⁶ Das sind andererseits **Personen mit Füh-**

106 Vgl. den comply-or-explain-Ansatz in Art. 3g–j der sog. EU-Aktionärsrechte-Richtlinie II: Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABL EU 2017 L 132/1. Danach haben sich institutionelle Investoren bei börsennotierten Unternehmen auf eine „Einbeziehungspolitik“ festzulegen, die auch ihr Stimmverhalten regelt. Umsetzung vorgesehen in §§ 134a–134d AktG, vgl. Gesetzesentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie vom 29.4.2019, BT-Drs. 19/9739 (zugleich zu den dabei eingesetzten Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern). Näher hierzu Erw.gründe 17–19 AR-RL II (institutionelle Investoren), 20–24 (Aufdeckungspflichten der eingeschalteten Vermögensverwalter) und Art. 3g–3h Abs. 1 AR-RL II (institutionelle Investoren), Art. 3h Abs. 2 bis Art. 3i AR-RL II (Aufdeckungspflichten der eingeschalteten Vermögensverwalter); und *Bayer/Schmidt* BB 2017, 2114 (2115); fokussiert gerade auf diesen Bereich vor allem *Chiu/Katelouzou* Making a case for regulating institutional shareholders' corporate governance roles, *Journal of Business Law* (2018) 67; *Chiu* European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code? *ERA Forum* 2016, 31; *Paccos* Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive, *ECGI Working Paper* N. 353/2017, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=2953992>; *Strampelli* Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice, 12 *Virginia Law & Business Review* 187 (2018); vgl. bereits *Fleischer* ZGR 2011, 155 (162–169); und grundlegend *Schmolke* ZGR 2007, 701; *Coffee* Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, 91 *Columb. L. Rev.* 1277 (1991). Speziell zur Umsetzung in auf diese Investoren zugeschnittenen Spezialgesetzen (KAGB, VAG und WpHG): *Georgiev/Kolev* GWR 2018, 107 (109). Fokussiert auf die Stimmrechtsberatung Erw.gründe 25–27 und Art. 3j AR-RL II, und dazu *Bayer/Schmidt* BB 2017, 2114, (2115 f.); *Balp* Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach, *ECFR* (2017) 1; *Dörrwächter* Stimmrechts- und Vergütungsberatung – Interessenkonflikte und Unabhängigkeit, *AG* 2017, 409; *Eckstein* Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation, 40 *Del. J. Corp. L.* 77 (2015); *Fleischer* Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, *AG* 2012, 2; *Kalss* Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare?, *EuZW* 2014, 441; *Klöhn/Schwarz* Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, *ZIP* 2012, 149; *Kocher* Der Einfluss festgelegter Stimmen auf Hauptversammlungen – Einschränkungen des Prinzips der ergebnisoffenen Präsenzversammlung?, *BB* 2014, 2317; *Zetsche/Preiner* Der Verhaltenskodex für Stimmberater zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht – Zur Einordnung der Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis, *AG* 2014, 685. Zur Fokussierung der Stimmrechtsberatung fast ausschließlich auf institutionelle Anleger: prägnant *Klöhn/Schwarz* *ZIP* 2012, 149 (149) („Stimmrechtsberater [Proxy Advisors] unterbreiten institutionellen Investoren ... Empfehlungen zur Ausübung ihrer Stimmrechte“); laut *Belinfanti* *Cayman Financial Review*, 28.7.2010 gab es 2010 weltweit sieben große Stimmrechtsberater-Anbieter, die den Markt unter sich aufteilen. Die beiden größten Anbieter sind ISS (61% Marktanteil) und Glass Lewis & Co. (36% Marktanteil). ISS lieferte danach für 37.000 Hauptversammlungen in 108 Ländern seine Stimmrechtsberatungsdienste; Glass Lewis & Co. für 15.000 Hauptversammlungen in 70 Ländern. Lufthansa AG und NORMA Group SE als Beispiele für den Einfluss von Stimmrechtsberatern institutioneller Anleger auf DAX-Unternehmen bei *Heinen/Koch* *BB* 2018, 2731.

rungsfunktionen beim Emittenten, die in der Tat jeden Handel in Papieren dieses Emittenten (ab Erreichen einer Mindestschwelle) aufdecken müssen („Directors’ Dealing“, Art. 19 MAR, unten 6. Teil Rn 558–568) – dies jedoch nicht primär, um die Signal- und Informationsfunktion im Kapitalmarkt zu stärken, sondern als ein präventives Mittel gegen Insiderhandel, also zur Durchsetzung eines alle Akteure treffenden Verbotes, das gerade nicht auf spezielle Informationsintermediäre beschränkt und zugeschnitten ist.

53 Eine **Regulierung genuin ihrer Signale** kann bei den sonstigen Beratern und Signalgebern daher (nur) **in zwei Fällen** festgestellt werden: Besonders deutlich ist das bei den **Urhebern öffentlicher Statistiken**, die im Grundsatz zwar wohl weniger weitgehenden, aber vergleichbaren Sorgfaltsanforderungen unterworfen werden wie Finanzanalysten (Art. 20 Abs. 2 MAR, hierzu unten 6. Teil Rn 572). Anders gelagert ist bereits die 2016 folgende – intensive – Regulierung derjenigen **Akteure, die wirtschaftliche Referenzwerte definieren** (in der EU-Benchmark-Verordnung, unten 6. Teil 4. Abschnitt). Die Regulierung erfolgt in Reaktion auf den Libor-/Euribor-Skandal. Es geht nunmehr jedoch nicht mehr um „Gatekeeper“ im klassischen Sinne, die Informationen über Emittenten überprüfen und mit ihrem Judiz Reputation verleihen, wohl aber um „Gatekeeper“ („Türsteher“) im Kapitalmarktgeschehen in einem anderen Sinne: Sie etablieren und verwalten Größen, auf die sich Kapitalmarktakteure bei der Festsetzung von Leistungsbeschreibungen beziehen können, eine Funktion, die sie mit den öffentlichen Statistiken (vorige Rn) gemeinsam haben. Es geht nur nicht mehr um die – verlässliche, mit Reputation versehene – Bewertung von Emittenten und Anlageinstrumenten, sondern um die Festlegung von Basisgrößen, auf die sich Akteure in Kapitalmärkten häufig beziehen. Der Vollständigkeit halber ist ein letzter – **dritter – Fall** anzusprechen: Hier geht es jedoch nicht mehr um eine Regulierung bestimmter Funktionsträger im Markt, sondern die Erstreckung von Publizitätspflichten auf alle erheblich kursbeeinflussenden **Ereignisse**: Gemeint sind die Aufdeckungspflichten zum **Erwerb signifikanter Beteiligungen** (von der Beteiligungstransparenz nach §§ 33ff. WpHG, unten 6. Teil 5. Abschnitt, bis hin zu den **Übernahmeangeboten**, unten 6. Teil Abschnitt 6). Wiederum gehen von solchen Ereignissen Signale aus, doch wird das Ereignis geregelt, nicht – wie in den anderen Fällen – ein bestimmter Kapitalmarktakteur mit Funktionen im Kapitalmarkt.

54 Insgesamt zeigt sich, dass eine **genuine Regulierung nur im Bereich der oben genannten „hauptamtlichen“ Gatekeeper** zu finden ist, teils eine Regulierung, die proaktiv erfolgte (Finanzanalyse [besonders früh im deutschen Recht] ebenso wie Abschlussprüfung), teils eine, die (leider) erst skandalbedingt erging (Rating, und auch die präzisierend-verschärfende Ausgestaltung im Bereich Abschlussprüfung). Bei den sonstigen Beratern und Signalgebern hat Regulierung entweder zum Ziel, allgemeine Regulierungsvorgaben eher auf diese anzupassen (mit Privilegierungen) oder sie erfolgt primär aus einem anderen Zweck (etwa nicht um der Signalwirkung willen, sondern etwa um Insiderhandel vorzubeugen). Es bedarf schon eines Skandals vom Gewicht des Libor- und Euribor-Skandals, um Regulierung für sonstige Berater und Signalgeber auszulösen. Einzig die Regulierung von **Urhebern öffentlicher Statistiken** in Art. 20 Abs. 2 MAR kann als eine eigenständig proaktive Regulierung eines weiteren „Gatekeeper“ verstanden werden.

Gesamtpanorama bei GKActG/*Grundmann* (2019) § 135 Rn 4, 13, 21, 27f., 62 und 110. Früh zum Gesamtbereich *Leyens Comply or Explain* im Europäischen Privatrecht – Erfahrungen im Europäischen Gesellschaftsrecht und Entwicklungschancen des Regelungsansatzes, ZEuP 2016, 388 (421f.); *Hopt Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the Commission’s Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, 12 NYU J. Law & Business 139 (173–178) (2015); vgl. auch *Weigel Perspektiven einer europäischen Regulierung der Stimmrechtsberater*, 2016; ältere Grundlegung zu diesen Fragen etwa in *Zu diesen Fragen etwa Gerke/Bank/Steiger Changing Role of Institutional Investors: A German perspective*, und *Garrido/Rojo Institutional Investors and Corporate Governance: Solution or Problem?* in: *Hopt/Wymeersch (Hrsg.) Capital Markets and Company Law*, 2003, S. 357 bzw. 427; *Rudolph/Röhl Grundfragen*, in *Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.) Börsenreform*, S. 143 (148 ff.); *Kumpan Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme*, S. 10f., 17–25 et passim.

II. Kapitalmärkte, Primär- und Sekundärmärkte, Kapitalmarktsegmente

1. Überblick, Charakterisierung und Zusammenspiel. Tatsächlich bestehende Marktstrukturen und der Regelungsrahmen sind nicht leicht in Gleichklang zu bringen. **Bestehende Marktstrukturen** sind in der EU **noch immer stark (auch) national** geprägt. Die Frankfurter Börse wird (vor allem) als eine deutsche Börse verstanden, die London Stock Exchange als eine britische – trotz ihrer primär internationalen Handelsaktivitäten^{–107} und selbst Euronext, heute NYSE Euronext (Amsterdam, Brüssel, Lissabon, London [futures, LIFFE], Paris), wird als ein Zusammenschluss nationaler Börsen verstanden – etwa mit Euronext Paris als der Nachfolgerin der Bourse de Paris und führenden Börse im Zusammenschluss in Europa.¹⁰⁸ Tradition und ihre starke organisatorische Ausgestaltung und Verfestigung – insbesondere auch technisch-organisatorische Ausgestaltung^{–109} lassen die Börsen als besonders stark einem Territorium zugehörig erscheinen – auch in einem Zeitalter, in dem die vollelektronische Abwicklung, an der Frankfurter Börse etwa über das Handelssystem Xetra, sehr deutlich überwiegt.¹¹⁰ Und diese **Börsen dominieren volumenmäßig** – wiederum das tatsächliche Bild der Kapitalmärkte in Europa und den Eindruck in der Öffentlichkeit stark prägend – noch immer die Kapitalmarkttransaktionen, gefolgt von dem – lokal erfolgenden und damit ebenfalls einem Territorium zuzuordnenden – direkten Handel zwischen zwei oder mehr Investoren (einschließlich Banken im Eigenhandel und Interbankenhandel), dem sog. Over-the-Counter-Handel (OTC-Trade).¹¹¹ Zwar sind die letzten 15 Jahre geprägt durch eine Regulierung, die den **Wettbewerb zwischen Handelsplätzen**, Marktsegmenten und Handelsplattformen beleben sollte und die namentlich durch weitgehende regulatorische Angleichung dieser aneinander geprägt ist.¹¹² Die Börsendominanz blieb dennoch bestehen. Die Bedeutung des Wettbewerbs zwischen ihnen und den „neuen“ Formen von Handelsplätzen (MTF, OTF) und die Frage, ob entsprechende Ausweitungen der Regulierung sinnvoll sind, wird dann auch sehr unterschiedlich beurteilt (näher 7. Teil).

107 Volumenmäßig für den Aktienhandel – mit 5,5% bzw. 4,1% des weltweiten Handelsvolumens – die beiden größten Handelsplätze Europas, vgl. World Federation of Exchanges (WFE), Annual Report 2008 (auch zur Marktführerschaft NASDAQ und NYSE im Aktienhandel). Für Zahlen zu den anderen Handelsaktivitäten/Anlageinstrumenten, für die die weltweite Verteilung signifikant anders ist, nicht jedoch diejenige unter den Europäischen Börsen/Handelsplätzen: WFE, H1 Market Highlights 2016, S. 5–7.

108 Überblicksweise zur Frankfurter Börse <http://www.boerse-frankfurt.de/inhalt/grundlagen-fwb-organisation>. Überblicksweise zu Euronext und insbes. Euronext Paris (und der Bourse de Paris) *Fabozzi Handbook of Finance*, 2008, S. 143. Überblicksweise zur London Stock Exchange <http://www.lseg.com/about-london-stock-exchange-group/history>; ausführlicher *Michie The London Stock Exchange: A History*, 1999.

109 Zur Frage, inwieweit eine solch technisch-organisatorische Ausgestaltung Voraussetzung für die Qualifikation eines Marktsegments als geregelter Markt, multilaterales Handelssystem oder organisiertes Handelssystem ist, vgl. unten Rn 92.

110 Für Zahlen (weit über 90% des Frankfurter Börsenhandels über Xetra) <https://www.boerse-frankfurt.de/einstieg/die-handelsplaetze-der-deutschen-boerse> (zuletzt abgerufen am 7.10.2019). Für die London Stock Exchange <http://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/trading-services/domestic-trading-services/sets> (zuletzt abgerufen am 7.10.2019); hierzu auch *Eilenberger Bankbetriebswirtschaftslehre*, S. 299 f.

111 Für Zahlen (52% des EU-weiten Transaktionsvolumens über börslichen Handel, 34% als OTC-Handel, nur 14% in den sonstigen multilateralen Handelssystemen): Thomson Reuters Monthly Market Share Reports Updated – to Include August 2014 Data vom 16.9.2014; ähnlich (auf frühere Reports gestützt): EU-Kommission, Commission Working Staff Paper Impact Assessment, 20 October 2011, SEC(2011) 1217 final, S. 94; hierzu auch *Grill/Perczynski Wirtschaftslehre des Kreditwesens*, S. 310 f.; *Adrian/Heidorn Bankbetrieb*, S. 354 f.

112 Bahnbrechend in Deutschland hierzu *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.), *Börsenreform – eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, 1997 (das rechtspolitische Herzstück *Hopt/Baum*, S. 287–467); und auch *Hopt/Baum Börsenrechtsreform – Überlegungen aus rechtsvergleichender Perspektive WM-Beil. 4/1997*, 1. Näher zu Börsenorganisation und alternativen Handelsplätzen sowie zu Wettbewerb zwischen Handelsplätzen unten 7. Teil.

56 Beides – die nationale Prägung und die Fokussierung auf den Börsenhandel – sind umgekehrt die beiden Elemente, die im **Regelungsrahmen** und im dort zu findenden Zuschnitt der maßgeblichen Marktsegmente zurückgedrängt erscheinen: Inzwischen ist der Regelungsrahmen praktisch ausschließlich ein Europäischer, erst recht seitdem auch die **Definitionen der maßgeblichen Marktsegmente in EU-Verordnungen** – mit unmittelbarer und europaeinheitlicher Anwendbarkeit in allen Mitgliedstaaten (Art. 288 Abs. 2 AEUV, unten Rn 136), – Eingang gefunden haben: Art. 3 Abs. 1 Nr. 6–8 der EU-Marktmisbrauchs-Verordnung von 2014 (MAR) spezifiziert diese als die „geregelten Märkte“, die „multilateralen Handelssysteme“ und die „organisierten Handelssysteme“ – all dies unter Verweis auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 21–23 MiFID II und alle drei zusammengefasst unter dem – wiederum Europäischen – **Begriff des „Handelsplatzes“** (Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 MAR und Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II) (zu diesen drei Marktformen bzw. -segmenten unten 3. a)). Mit anderen Worten: Die grundlegend erneuerten Kernrechtsakte auf Europäischer Ebene – MAR und MiFID II – definieren die maßgeblichen Marktsegmente gänzlich **ohne Verweis auf die börslichen Marktsegmente**, ungleich allgemeiner.

57 Signifikant ist schon die Geschichte der großen Konsolidierung der damaligen **EG-Börsen-Richtlinie** Anfang des Jahrhunderts: Als die Börsenrechts-Richtlinie 2001 verabschiedet wurde,¹¹³ wurden in ihr die zuvor bestehenden vier börslichen Richtlinien und damit praktisch der gesamte primärmarktrechtliche und gemischt primär- und sekundärmarktrechtliche Bestand (unten Rn 115) zusammengefasst. Doch schon 2003 wurde daraus wieder ein Torso: Sowohl bei den Zulassungsregeln als auch bei den fortdauernden Pflichten wurde sie bald ihres Herzstücks beraubt, der Prospekt- und der Ad-hoc-Publizitätsregeln (transferiert in die EG-Prospekt- bzw. die EG-Marktmisbrauchs-Richtlinie), bald folgten die Pflichten zur Zwischenberichtserstattung und Beteiligungstransparenz (transferiert in die EG-Transparenz-Richtlinie).¹¹⁴ Die Börsen-Richtlinie 2001 kannte also (und verlor später) Regeln zur Börsenprospektpflicht (anfänglich), und (als Folgepflichten) zur periodischen (halbjährigen) Zwischenberichtspflicht sowie – jeweils anlassbezogen – zur Beteiligungstransparenz und zur Ad-hoc-Publizität. Das ist noch heute der Kernbestand des Primärmarktrechts und des primärmarktinduzierten Sekundärmarktrechts (unten Rn 104), nur heute nicht mehr nur auf die Börsen bezogen. Der Transfer erklärt sich als eine Ausweitung des Anwendungsbereichs der Pflichten – zuerst vom amtlichen Börsenhandel auf alle geregelten Märkte, dann auf alle öffentlichen organisierten Kapitalmärkte, wobei dieser zweite Erweiterungsschritt zuerst (nur) für die Prospektpflicht gegangen wurde.¹¹⁵ Umgekehrt steht dieser Transfer jedoch ebenfalls für den massiven Bedeutungsverlust der börslichen Märkte als *Regelungskonzept*, als Anknüpfungspunkt für hoheitliche Finanzmarktregulierung. Die Anknüpfung an die Zulassung zur amtlichen Notierung war historisch bedingt, ab 2003 wurde die Börsenrechts-Richtlinie stückweise zerschlagen und droht sogar völlig zu verschwinden. Börsenrecht erschien bis Ende des 20. Jahrhunderts als der Kern eines Kapitalmarktrechts, das

¹¹³ Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.5.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG 2001 L 184/1. Änderungen (vor allem die im Folgenden beschriebenen „Beschneidungen“) ABl. EG 2003 L 96/16; 2003 L 345/64; 2004 L 390/38; 2005 L 79/9. Ausführliche Darstellungen zum System aus der Folgezeit (und bereits kurz zuvor) etwa bei *Bolkenstein* The Capital Markets Directives, (2005) 2 ECL 4; *Chiu* Three Challenges Ahead for the New EU Securities Regulation Directives, (2006) 17 EBLR 121 (vor allem Anwendungsdefizite); *Ferrarini* Securities Regulation and the Rise of Pan-European Securities Markets, in: *Ferrarini/Hopt/Wymeersch* (Hrsg.), Capital Markets in the Age of the Euro, 2002, 241; *Garrido García* Company Law and Capital Market Law, *RabelsZ* 69 (2005), 761; *Grundmann* ZSR 115 n.F. (1996) 103; *Mülbert* WM 2001, 2085; *Wymeersch* The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, (2005) 42 CMLR 987.

¹¹⁴ Vgl. statt aller *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn 643–645, 701 ff., 710 f.

¹¹⁵ Näher zu diesem zentralen – und weiteren – Systembildungsschritt(en) im Europäischen Kapitalmarktrecht, das auch im Hinblick auf Systembildung zunehmend das nationale übertrifft: *Grundmann* in Klöhn/Mock (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WphG: Entwicklung und Perspektiven des Deutschen und Europäischen Wertpapierhandelsrechts, 2019, S. 1.

durch behutsame Ausdehnung und Verallgemeinerung einiger Kernelemente des Börsenrechts zu wachsen schien. Seit 2001/03 erscheint das Kapitalmarktrecht – mit einer gänzlich eigenständigen Marktdefinition – vom Börsenrecht emanzipiert, dieses vielmehr **nur noch ein besonderer Ausschnitt innerhalb des Kapitalmarktrechts**, wenn auch praktisch mit Abstand der wichtigste Handelsplatz. Die wichtigsten Standards und Pflichten gelten heute für „Handelsplätze“, nicht mehr nur für Börsen oder geregelte Märkte. Diese Verallgemeinerungstendenz wird im Kommentar an verschiedenen Stellen – für einzelne Rechtsakte – darzustellen sein. Sie überzeugt jedoch auch funktional: Wenn für Anlageinstrumente Sekundärmärkte ausgebildet werden, die sich durch massenhafte Zirkulation und Zirkulationsfähigkeit der fraglichen Instrumente auszeichnen, so greifen auch die maßgeblichen Gründe für eine Regulierung – so sie denn bestehen – in vergleichbarer Form auf all diesen Marktsegmenten ein. Eine grds. einheitliche Regelung der Sekundärmärkte für massenhaft zirkulierende und zirkulationsfähige Anlageinstrumente liegt in der Tat nahe.¹¹⁶

Dennoch **unterfallen die Kapitalmärkte** – und damit das Kapitalmarktrecht – auch heute noch in unterschiedlich tief regulierte Segmente und ist der Zusammenhang zwischen ihnen – auch im Hinblick auf die Begriffsbildung – umstritten. Einerseits bildet den homogenen Kern heute zwar eher der **„Handelsplatz“** mit „geregeltem Markt“, „multilateralen Handelssystemen“ und „organisierten Handelssystemen“ (unten 3. a)) als – wie früher – die „Börse“ (oder der amtliche Börsenhandel, später erweitert um den „geregelten Markt“, der den amtlichen Börsenhandel umfasst). Andererseits treten zu diesem – als Konzept ungleich verbreiteten – **Kernkapitalmarkt** seinerseits weitere Finanzmärkte oder Segmente hinzu, deren Zusammenspiel mit dem Kernkapitalmarkt zu klären sein wird: Das sind – alle mit unterschiedlichen Problemen und Verbindungslinien zum Kernkapitalmarkt – (i) die **Geldmärkte und Derivatmärkte** (unten 3. b)), (ii) die **OTC-Transaktionen** und -Handelssysteme sowie – gänzlich anders – (iii) die sog. **„grauen“ Kapitalmärkte** (beide behandelt unter 3. c)). In der Quintessenz wird hier dafür plädiert werden, die Geldmärkte und Derivatmärkte als Teil des Investment *Banking* und Kernkapitalmarktrechts zu verstehen, die „grauen“ Kapitalmärkte hingegen nicht (sondern eher als einen Bereich mit fallweiser Übernahme kapitalmarktrechtlicher Modelle), jedenfalls nicht als Investment *Banking*. Die OTC-Transaktionen sind ebenfalls weiter entfernt vom Kernkapitalmarktrecht (näher zur Verortung unten Rn 75 f.).

Bevor auf diese verschiedenen Handelsplätze und Kapitalmarktsegmente eingegangen wird, ist jedoch die zweite (und **andersartige**) **Unterscheidung**, die eben angesprochen wurde, näher in den Blick zu nehmen, diejenige zwischen **Primär- und Sekundärmarkt**:

2. Primärmarkt und Sekundärmarkt. Eine erste Dimension, Kapitalmärkte – oder genauer: Arten der Nutzung von Kapitalmärkten – zu unterscheiden, geht dahin, Primär- und Sekundärmarkt einander gegenüberzustellen.¹¹⁷ Damit werden nicht verschiedene Handelsplätze und Kapitalmarktsegmente voneinander getrennt (dazu dann vielmehr unten 3.), sondern **verschiedene Phasen der Nutzung ein und desselben Handelsplatzes** – oder aller Handelsplätze gleichermaßen, die erstmalige Platzierung und der spätere Handel (im und auf demselben Handelsplatz/Marktsegment):

a) Primärmarktrechtliche, gemischt primär- und sekundärmarktrechtliche sowie sekundärmarktrechtliche Rechtsakte. Mit **Primärmarkt und Primärmarktrecht** wird Bezug genommen auf die erstmalige Platzierung von Anlage-, vor allem von Finanzinstrumenten, durch **(erstmalige) Einführung** in den tatsächlichen Handel oder – soweit an diesem Handels-

¹¹⁶ Vgl. bereits ausführlicher oben Rn 13.

¹¹⁷ *Zetzsche/Wachter* Enzyklopädie Europarecht, Bd. 6, § 7 Rn 1–128; BankR-Hdb/*Seiler/Geier* Vor § 104 Rn 15–19; *Fuchs/Fuchs* WpHG Einl. Rn 2; KölnKomm WpHG/*Hirte/Heinrich* Einl. Rn 3.

platz nötig – durch **Zulassung**, beginnend mit dem Zulassungsantrag.¹¹⁸ Manche Rechtsakte knüpfen allein an diese Einführungsmaßnahme an, namentlich die Prospektpflicht, sind also eindeutig und ausschließlich primärmarktrechtlich zu qualifizieren.

62 Schon in ihrer bahnbrechenden Untersuchung von 1932, die (auch) für das Zusammenspiel zwischen Eigentumsrechten des jeweiligen Anlegers und Kapitalmärkten den Rahmen absteckte, führen *Berle/Means* freilich nicht nur aus, dass der Wert der Eigentumsrechte maßgeblich durch die Effizienz der Kapitalmärkte bestimmt werde,¹¹⁹ sondern auch, dass der wohl wichtigste Faktor sei, ob ein **Sekundärmarkt** etabliert wird.¹²⁰ Dies bezeichnet einen Handelsplatz, auf dem die **einmal platzierten Anlage-, vor allem Finanzinstrumente** (typischerweise zwischen Anlegern, dies wiederum typischerweise vermittelt durch Intermediäre) **gehandelt werden** können. Auch ein Investment, das ohne zeitliche Begrenzung zugesagt wird (Aktien und Gesellschaftsanteile) oder auf lange Zeit (Anleihen) und das solchermaßen für den Emittenten (im Hinblick auf die Planbarkeit seiner Investitionen) sinnvoll zugeschnitten ist, wird so tatsächlich liquide gehalten (wichtig für den Anleger).¹²¹ Eine Reihe von Rechtsakten und Regelungsinstituten zeichnen sich hier nun durch einen **zwitterhaften Zuschnitt** aus: Sinnvoll sind sie – anders als die Prospektpflicht – nur, soweit solche Sekundärmärkte für die Art Anlageinstrument – namentlich Finanzinstrumente – tatsächlich etabliert wurden; umgekehrt werden jedoch die Pflichten als Folgepflichten der erstmaligen Markteinführung bzw. -zulassung ausgeformt: Das gilt für Zwischenberichtspflichten (6. Teil Rn 248–252 und 5. Abschnitt), für die Beteiligungstransparenz (6. Teil 5. Abschnitt), recht eigentlich auch für die Ad-hoc-Publizität und das Directors’ Dealing, obwohl der europäische Gesetzgeber sie vor allem als Präventionsmittel gegen (sekundärmarktrechtlichen) Insiderhandel versteht (6. Teil Rn 362, 366, 518f., 561). All diese Pflichten greifen völlig unabhängig von jeglicher konkreter Transaktion auf dem Sekundärmarkt ein und haben standardisierte Inhalte (für den Markt allgemein). Unter ihnen dominieren (wiederum) die (standardisierten) Informations- oder Publizitätspflichten. Kategorisiert man die reinen primärmarktrechtlichen und die gemischt primär- und sekundärmarktrechtlichen Pflichten, so sind zu unterscheiden **einmalige (anfängliche), periodisch wiederkehrende und anlassbezogene (spätere)** Informationen.

63 Eine **dritte Kategorie** von Rechtsakten und Regelungsinstituten steht hingegen nicht in vergleichbarer Weise zwischen Primär- und Sekundärmarkt – in der primärmarktrechtlichen Einführung gründend, sich aber erst bei Etablierung auch von Sekundärmärkten auswirkend. Vielmehr knüpfen die jeweiligen Pflichtentatbestände hier ganz **an eine konkrete sekundärmarktrechtliche Transaktion** an, etwa die Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation, oder an eine konkrete Intervention des Intermediärs beim Wertpapierhandel. Im ersten Fall handelt es sich um eine Pflicht, die – trotz des Anknüpfens an konkrete Transaktionen – vor allem gegenüber den (Sekundär)Märkten allgemein besteht (sog. Marktverhaltensrecht, 6. Teil). Im zweiten Fall gilt die Pflicht hingegen gerade auch im individuellen Kundenverhältnis (8. Teil).

118 BankR-Hdb/*Seiler/Geier* Vor § 104 Rn 16; KölnKomm/*Hirte/Heinrich* Einl. Rn 3; *Lenenbach* Kapitalmarktrecht, Rn 1.21. Obwohl der Handel nicht vor Zulassung einsetzen darf, wird in einer Reihe von Rechtsakten bereits auf die Stellung des Zulassungsantrags abgestellt, etwa in Art. 2 Abs. 1 lit. a) und b) MAR, weil Order bereits vorher platziert werden können, ggf. auch auf Termin, und solchermaßen auch bereits die Verwendung von Insiderinformationen im Raume steht.

119 *Berle/Means* The modern corporation and private property, 1932, bes. S. 276–296; zu Einordnung und Bedeutung, vor allem auch innerhalb der Theorienentwicklung, vgl. jüngst *Grundmann* in: Grundmann/Micklitz/Renner Privatrechtstheorie, 2015, bes. S. 1507–1527.

120 Ebenda S. 279 ff.

121 Ebenda S. 279 ff., bes. 283 f.; zu diesem Aspekt seitdem: *Grunewald/Schlitt* Kapitalmarktrecht, § 1 II 1 S. 7 f.; *Lenenbach* Kapitalmarktrecht, Rn 1.26; *Zetzsche/Wachter* Enzyklopädie Europarecht, Bd. 6, § 7 Rn 76.

b) Verbindungslinien und Funktionalität. So sinnvoll es konzeptionell ist, Primärmarkt- 64 recht und Sekundärmarktrecht – und dazwischen, als dritte Kategorie, auch primärmarktinduziertes Sekundärmarktrecht – voneinander zu unterscheiden, so bestehen doch zwischen diesen Kategorien und den ihnen zugehörigen Regelwerken und Pflichtentatbeständen auch **enge Verbindungslinien**. Auf die wichtigste – schon von *Berle/Means* herausgestellte – **funktionale** Verbindungslinie wurde bereits hingewiesen: Die Etablierung von Sekundärmärkten verändert das Investment, das platziert werden soll („Primärmarkt“), macht es i.d.R. attraktiver weil später liquidierbar, auch wenn die Frist des Investments noch nicht abgelaufen ist oder wenn das Investment ohne zeitliche Beschränkung erfolgt. Die Existenz von Sekundärmärkten für ein Investment verändert also tatsächlich den Inhalt der Eigentumsrechte, die unter Beachtung der primärmarktrechtlichen Platzierungsvoraussetzungen, etwa der Veröffentlichung eines Wertpapierprospektes, in den Markt eingeführt werden. Nicht weniger wichtig sind **dogmatische Verbindungslinien**: Auch auf die erstmalige Platzierung, teils sogar schon zuvor (ab Stellung des Zulassungsantrags) können Rechtspflichten Anwendung finden, die sekundärmarktrechtlich qualifiziert werden und ihren Schwerpunkt tatsächlich im Handel von bereits zugelassenen oder in das Marktsegment eingeführten Anlageinstrumenten, namentlich Finanzinstrumenten haben. Das gilt etwa für die Nutzung von Insiderinformationen,¹²² aber auch für die wertpapierhandelsrechtlichen (Wohlverhaltens-)Pflichten.¹²³

Für den vorliegenden Kommentar wurde aus dieser funktionalen Betrachtungsweise der 65 Schluss gezogen, nicht nach Primärmarktrechtsakten und Sekundärmarktrechtsakten zu unterscheiden –¹²⁴ was beispielsweise verunklarend wirken kann, wenn es um die Anwendbarkeit von „sekundärmarktrechtlichen Pflichten“ auch bereits bei der erstmaligen Markteinführung geht, und womit auch die funktionalen Bezüge zwischen Primär- und Sekundärmärkten, der „Genius“, den *Berle/Means* für Kapitalmärkte herausarbeiteten, unterrepräsentiert wären (vorige Rn). Als wichtigste **funktionale Unterscheidung** wurde demgegenüber diejenige **zwischen verschiedenen Pflichtenadressaten und Begünstigten** gesehen, gleichsam die klassischen rechtlichen Grundkategorien: Die Pflichten allgemein Märkten gegenüber, unabhängig vom Bestehen konkreter Transaktionsverhältnisse (Marktverhaltenspflichten, 6. Teil); die Pflichten, die Organisation so einzurichten, dass auf die Risiken- und Pflichtenlage nach außen mit einem hohen Maße an Professionalität und Prävention reagiert wird (Organisationspflichten, 7. Teil); und die Pflichten gegenüber konkreten Transaktionspartnern in der individuellen Kundenbeziehung (8. Teil).

3. Kapitalmärkte, Handelsplätze und Kapitalmarktsegmente

a) Kernkapitalmarkt: Geregelter Markt, multilaterale und organisierte Handelssysteme. 66 Traditionell stand – vor allem im deutschen Schrifttum und bezogen auf die Konfigurierung des Kapitalmarktes in Deutschland – die Unterscheidung zwischen amtlichem börslichem Handel, sonstigen regulierten Marktsegmenten und unregulierten Marktsegmenten, namentlichem

¹²² Zu Anwendung der Insiderhandelsverbote schon auf Platzierungsmaßnahmen im Rahmen der individuellen Wertpapierhandelsbeziehung zum Kunden: *Wieneke* Emissionspublizität. Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, 109 (113); *Fuchs/Fuchs* WpHG § 1 Rn 6–8; KölnKomm WpHG/*Versteegen/Baum* § 1 Rn 9 f. Entsprechend für die Marktmanipulationsverbote knapp *Poelzig* NZG 2016, 528 (535 ff.).

¹²³ Zur Anwendung schon auf Platzierungsmaßnahmen im Rahmen der individuellen Wertpapierhandelsbeziehung zum Kunden: *Bachmann* Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, ZHR 170 (2006), 144 (148); *Fuchs/Fuchs* WpHG Vor §§ 31 ff. Rn 1; KölnKomm WpHG/*Möllers* § 31 Rn 88.

¹²⁴ Eine Strukturierung der Materie (primär) nach diesem Kriterium etwa bei *Zetzsche/Wachter* Enzyklopädie Europarecht, Bd. 6, § 7 Rn 1–128 (Europäisches Kapitalmarktrecht); *Lenenbach* Kapitalmarktrecht, Rn 1.20 ff.; *BankR-Hdb/Seiler/Geier* Vor § 104 Rn 15–34; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds* Rn 10.36 ff.; ansatzweise durchaus auch *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, §§ 18 ff.

dem sog. Freiverkehr, im Mittelpunkt.¹²⁵ Das ist anders seit der **Neuordnung durch: (i) MiFID I und heute MiFID II** – vor allem für die Marktbetreiberregeln und für das individuelle Kundenverhältnis (dort Art. 4 Abs. 1 Nr. 21–23 MiFID II) – **und (ii) durch die MAR**, den Kernrechtsakt für das Marktverhaltensrecht auf EU-Ebene, der die Begriffe und Zuschnitte identisch übernimmt (Verweis des Art. 3 Abs. 1 Nr. 6–8 MAR auf die genannten MiFID II-Regeln).¹²⁶ Im Anwendungsbereich der MAR werden also EU-Richtlinienregeln (aus der MiFID II) unmittelbar anwendbar, als EU-Verordnungsrecht.¹²⁷ In den Hauptstrukturen des Europäisierten Kapitalmarktrechts werden dadurch **folgende drei als die maßgeblichen Segmente** festgelegt: der „geregelter Markt“ (unten aa) – ein Konzept mit größerer Regelungstradition –, das „multilaterale Handelssystem“ (unten bb) und – erst in der jüngsten Reformwelle ab 2014 als Auffangbegriff hinzugekommen – das „organisierte Handelssystem“ (unten cc)).

67 aa) Der **geregelter Markt (Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 MAR und Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II)** ist das **höchstregulierte Marktsegment** und umfasst schon traditionell auch den amtlichen Börsenhandel,¹²⁸ zuerst als eine behutsame Erweiterung desselben. In MAR und MiFID II sind der Begriff und Inhalt identisch (schlichter Verweis). Dies hat bei Umsetzung von MiFID II im Kern nicht dazu geführt, dass der Parallelbegriff im deutschen Recht – auch für die Bereiche, in denen überhaupt noch ein Umsetzungsakt nötig ist und keine EU-Verordnung unmittelbare Anwendung fordert – angepasst worden wäre. Weiterhin **benennt § 2 Abs. 11 WpHG das gleiche Marktsegment als „organisierten Markt“** (vergleichbar zu § 2 Abs. 5 WpHG a.F. und auch § 3 Abs. 4 WpPG a.F.) – weil der „geregelter Markt“ in Deutschland früher das zweite börsliche Segment nach dem amtlichen Handel bezeichnete und mit dem Begriff „organisierter Markt“, um Verwechslungen auszuschließen, deutlich werden sollte, dass *alle* hochregulierten Segmente (einschließlich des amtlichen Handels) gemeint seien. Bei Beibehaltung des Begriffs „organisierter Markt“ sind freilich nunmehr Verwechslungen mit dem neu hinzugekommenen Auffangkonzept eines „organisierten Handelssystems“ (unten c) zu befürchten, außerdem begriffliche Widersprüche *innerhalb* des deutschen Rechts, etwa mit § 2 Nr. 8 WpPG, unvermeidbar.¹²⁹

68 Die **Aufzählung der maßgeblichen Kriterien** freilich ist in allen drei Rechtsakten – MiFID II (in Anlehnung an MiFID I), in MAR (durch Verweis) und in § 2 Abs. 11 WpHG (in Umsetzung der MiFID II) – inhaltlich die gleiche. Gefordert werden jeweils fünf Elemente – Marktbetreiberverantwortung, multilateraler Zugang, hoheitlicher Rahmen, eigenes klares Regelsystem und Ausrichtung an Vertragsabschlüssen über Finanzinstrumente:¹³⁰ Bei dem Markt muss es sich (i) um ein System handeln, für das ein **Betreiber verantwortlich** ist, es betreibt oder jedenfalls verwaltet, also die maßgeblichen Entscheidungen trifft. Dieses System muss (ii) **multilateral ausge-**

125 Dazu Kümpel/Wittig/Oulds (4. Aufl.) Rn 14.72f.; Grundmann Europäisches Gesellschaftsrecht, § 18 Rn 611; klassisch Schmidt Wertpapierbörsen, 1988, bes. S. 37–40.

126 Für den – vergleichbaren – Zuschnitt der maßgeblichen Marktsegmente in der Prospekt-Richtlinie unten 6. Teil Rn 85–89; sowie Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb und /von Kopp-Colomb/Sargut WpPG Einl Rn 3 ff. und § 1 Rn 1; Spindler/Holzborn WpPG Einl Rn 24.

127 Vgl. auch Veil/Koch WM 2011, 2297 (2299) und Rn 50.

128 BankR-Hdb/Seiler/Geier Vor § 104 Rn 22–25; Grundmann Europäisches Gesellschaftsrecht, § 18 Rn 611; Grunewald/Schlitt Kapitalmarktrecht, § 1 II 2 S. 7–9 (insb. S. 9); KölnKomm WpHG/Hirte/Heinrich Einl Rn 4.

129 Auch im Rahmen des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes – 2. FiMaNoG vom 23. Juni 2017, BGBl. 2017 I, S. 1693 – fand man zu keiner endgültigen Klärung bei der Begriffsbildung. In § 1 Abs. 2 und § 119 Abs. 1 Nr. 2 WpHG n.F. (bzw. § 38 Abs. 1 b) WpHG a.F.) wurde der Begriff organisierter Markt beibehalten, jedoch in § 135 Nr. 1 WpHG n.F. (§ 50 Nr. 1 WpHG a.F.) wird vom geregelten Markt bzgl. des Handelsplatzes gesprochen. Ebenfalls von „geregeltem Markt“ spricht heute für dieses Segment § 2 Nr. 8 WpPG n.F., weil das WpPG weitgehend nur noch als Ausfüllungsgesetz für die EU-Wertpapierprospekt-VO fungiert, und in der Konsequenz die Europäische Begriffsbildung (in dieser) in Bezug genommen wird.

130 Grunewald/Schlitt Kapitalmarktrecht, § 1 II 2 S. 9; Lenenbach Kapitalmarktrecht, Rn 1.28; Fuchs/Fuchs WpHG § 2 Rn 158–161; KölnKomm WpHG/Baum § 2 Rn 227–230.

staltet – eine Vielzahl von Nutzern („Dritten“) muss also zu ihm Zugang haben – und (iii) **hoheitlich zugelassen, geregelt und überwacht** sein, d.h. seine Funktionsweise muss den jeweiligen hoheitlichen Vorgaben entsprechen (Titel III der MiFID II) und dies muss auch hoheitlich verbürgt werden. Schließlich muss das System (iv) nach einem **vorher festgelegten Regelwerk** (v) für die **Zusammenführung und den Abschluss von Verträgen in Finanzinstrumenten** funktionieren. Abschlüsse dürfen insbesondere nicht vom Ermessen des Marktbetreibers abhängig sein. Das einheitliche Regelwerk ist gleichermaßen die DNA oder Software des geregelten Marktes,¹³¹ umgekehrt sind eine sächlich-technische Ausstattung, insbesondere auch Büros nicht gefordert,¹³² wenn auch zumindest eine computermäßige Ausstattung und Algorithmen für die ordnungsgemäße Abwicklung der Order – entsprechend dem Regelwerk – tatsächlich unverzichtbar sind. Einen Vertragsschluss in Finanzinstrumenten – also in den zirkulierungsfähigen Anlageformen, die Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anh. I Abschnitt C MiFID II benennt (zu diesem Kreis näher unten Rn 111) – fordert MiFID II (und MAR), also nicht nur das Nachweisen und Vermitteln von Vertragsschlussmöglichkeiten und all dies auch nur in den Anlageformen, auf die sich das Kernkapitalmarktrecht bezieht.

Viele der genannten Kriterien zählen auch zu den unverzichtbaren Voraussetzungen für das Vorliegen eines multilateralen oder auch eines organisierten Handelssystems – zumal eine sächlich-organisatorische Ausstattung nicht (mehr) vorausgesetzt wird. Die Zulassung dieses konkreten Marktes – nicht nur des Marktbetreibers als eines Wertpapierdienstleisters – und auch die Ausrichtung auf Vertragsschlüsse **hebt den geregelten Markt jedoch noch heute gegenüber den anderen ab.**¹³³ **69**

bb) Multilaterale Handelssysteme (Art. 3 Abs. 1 Nr. 7 MAR und Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II) heben sich gegenüber geregelten Märkten vor allem im dort drittgenannten Kriterium ab, namentlich dadurch, dass **nur der Marktbetreiber der Zulassung bedarf, nicht jedoch das System selbst.**¹³⁴ Die dauerhafte Überwachung sieht MiFID II jedoch auch bei diesen Systemen vor (Wertpapierdienstleistung nach Anh. I Abschnitt A Nr. 8, näher 7. Teil). Vergleichbar sind auch die Verantwortung des Marktbetreibers, die multilaterale Ausgestaltung und auch das Funktionieren nach einem vorweg festgesetzten, nichtdiskretionären Regelwerk (oben **Kriterien (i), (ii) und (iv)) unverändert notwendig**, oben Rn 68). Der Hauptunterschied liegt also darin, dass der geregelte Markt – durch eigene Zulassung – institutionell in größerem Maße gegenüber dem Betreiber verselbständigt ist und unabhängig von seinen Trägern nach außen erscheint, etwa eine Börse, die ein Konsortium von Kreditinstituten betreibt. Im Hinblick auf das fünfte Kriterium ist ein Vertragsabschluss und nicht lediglich der Nachweis erforderlich.¹³⁵ **70**

cc) Als Auffangkonzzept verstanden wurde das des **„organisierten Handelssystems“** (Art. 3 Abs. 1 Nr. 8 MAR und Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II), im ursprünglichen Ratsvorschlag noch als Allgemeines, in der verabschiedeten Fassung als auf spezifische Anlageinstrumente Bezogenes.¹³⁶ Eingeführt wurde es erst mit der Reform 2014 und dem Erlass von MiFID II und **71**

131 Ansatzweise ebenso *Lenenbach* Kapitalmarktrecht, Rn 1.28.

132 Implizit *Kümpel/Mülbelt/Früh/Seyfried/Oulds* Rn 10.48.

133 Zum Ersten und zum Zweiten: *Fuchs/Fuchs* WpHG § 2 Rn 161; *Langenbacher/Bliesener/Spindler/Bergmann* 36. Kap Rn 125.

134 *Holzborn/Israel* Die Neustrukturierung des Finanzmarktrechts durch das Finanzmarktrichtlinienumsetzungsgesetz (FRUG), NJW 2008, 791 (795); *Fuchs/Fuchs* WpHG § 2 Rn 111; *KölnKomm WpHG/Baum* § 2 Rn 180 und *KölnKomm WpHG/Seiffert* § 31f Rn 12.

135 *Langenbacher/Bliesener/Spindler/Bergmann* 36. Kap Rn 125; *Fuchs/Fuchs* WpHG § 2 Rn 161; *KölnKomm WpHG/Baum* § 2 Rn 182f. und *KölnKomm WpHG/Seiffert* § 31f Rn 10, 16.

136 Vgl. bereits Wortlaut („bei dem es sich nicht ...“) sowie 13. Erw.grund MiFID II und auch 8. Erw.grund MAR; sowie *Langenbacher/Bliesener/Spindler/Bergmann* 36. Kap Rn 131; *KölnKomm WpHG/Baum* § 2 Rn 184, 232, 251.

MAR, um punktuell Schutzlücken zu schließen und die Anwendbarkeit dieser beiden Hauptrechtsakte auch in diesen „Nischen“ zu gewährleisten. Wiederum wird Multilateralität ebenso gefordert wie die Zielsetzung, Angebote und Nachfrage zusammenzuführen (Kriterien (ii) und (v) oben). Sicherlich bedarf es bei diesem System – wie bei den multilateralen Handelssystemen – keiner Zulassung des Systems an sich, ausweislich Anh. I Abschnitt A Nr. 9 ist das Betreiben solcher Systeme freilich als Wertpapierdienstleistung zu verstehen, besteht also eine damit einhergehende Marktbetreiberverantwortung¹³⁷ und wird die hoheitliche Überwachung des laufenden Betriebs durchaus auch auf dieses Marktsegment erstreckt (näher 7. Teil) (Kriterien (i) und (iii) oben). Signifikante Unterschiede ergeben sich – außer bei der Zulassungsfrage – also vor allem in der Frage, wie das Regelwerk gestaltet sein muss, namentlich weil bei diesem Mechanismus ausdrücklich nicht vorausgesetzt wird, dass die Entscheidung über Vertragsschluss „nichtdiskretionär“, also aus dem Regelwerk selbst verbindlich ableitbar sei. In diesen Märkten tritt eine ermessensgeleitete Entscheidung des Betreibers dazwischen, obwohl die Pflicht zur bestmöglichen Ausführung durchaus auch hier gilt.¹³⁸ Umgekehrt werden die Nischen und das genannte Abrundungsbedürfnis in der letztlich verabschiedeten Fassung nur im Hinblick auf einige Anlageinstrumente gesehen (und die Märkte für diese): für Märkte, auf denen Schuldverschreibungen und strukturierte Finanzprodukte, also Wertpapiere vor allem des Fremdkapitals gehandelt werden, sowie Derivate und Emissionszertifikate (zu diesen allen vgl. Rn 86 und unten 6. Teil Rn 304 f., 310–315), also namentlich nicht Aktien und Gesellschaftsanteile.¹³⁹

72 b) Geld- und Derivatemärkte – Zusammenspiel. In den **Kreis der Finanzinstrumente einbezogen** wurden die Geldmarktinstrumente bereits durch Art. 1 Abs. 1 Nr. 5 WpDl-RL, weil der Europäische Gesetzgeber sie als kapitalmarktaufsichtsrechtlich für mit den klassischen Effekten (Aktien und Anleihen) vergleichbar einstufte.¹⁴⁰ Für die Derivate wurde dieser Schritt erst ein Jahrzehnt später mit der Verabschiedung der MiFID I getan.¹⁴¹ Freilich werden diese Instrumente praktisch ausschließlich auf Märkten gehandelt, die auf diese Instrumente spezialisiert sind, auf den **Geld- und den Derivatemärkten**, wobei die Geldmärkte primär der Refinanzierung der Banken dienen, außerdem die Devisenmärkte, die alle eigene Träger bzw. Regelwerke haben.¹⁴² Die Geld- und Derivatemärkte sind also institutionell getrennt von den Effektenmärkten (Aktien und Anleihen und vergleichbare Wertpapiere) und auch untereinander.

73 Daraus wird teils der Schluss gezogen, dass die **Geld- und Derivatemärkte nicht in den Kreis der Kapitalmärkte einzubeziehen** und die Anforderungen an Geldmarkt- und derivative Instrumente nicht mehr als Teil des Kapitalmarktrechts zu verstehen seien (sondern lediglich als Teil eines all diese Einzelmärkte umfassenden Finanzmarktes).¹⁴³ Angesichts des Facettenreichtums der Kapitalmärkte ergibt sich aus dem bloßen Faktum der institutionellen Trennung freilich m.E. noch kein überzeugendes Argument. Methodisch zwingender erscheint es, in dieser Frage die **funktionalen Zusammenhänge und die Regelungssystematik** des hauptverant-

137 KölnKomm WpHG/Baum § 2 Rn 184.

138 Langenbacher/Bliesener/Spindler/Bergmann 36. Kap Rn 131.

139 Langenbacher/Bliesener/Spindler/Bergmann 36. Kap Rn 131; KölnKomm WpHG/Baum § 2 Rn 184.

140 Geldmarktinstrumente müssen – wie die klassischen Effekten („Wertpapiere“) – zirkulationsfähig sein; näher zu ihnen Assmann/Schneider/Mülbert § 2 WpHG Rn 38–44; Fuchs/Fuchs WpHG § 2 Rn 33; KölnKomm WpHG/Baum § 2 Rn 70; und unten Rn 72 und 6. Teil Rn 308.

141 Besonders deutlich 4., 25. und 70. Erw.grund der MiFID I; vgl. Fuchs/Fuchs WpHG § 2 Rn 41 und Vor §§ 37e, 37g Rn 18 ff.; KölnKomm WpHG/Baum § 2 Rn 74–76. Zu den Derivaten als Finanzinstrumenten näher unten Rn 86 und unten 6. Teil Rn 274 f., 310–315.

142 Näher dazu Buck-Heeb Kapitalmarktrecht Rn 81 ff. und 86–91; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds Bankrecht, Rn 10.32 ff. Zum zunehmenden Erfolg bzw. der Förderung der Derivate- und Terminmärkte in der EU vgl. Kommission Staff Working Paper Impact Assessment, SEC(2011) 1217 final, S. 98.

143 So etwa Buck-Heeb Kapitalmarktrecht Rn 81 (wenn auch Überlappungen); MünchKommBGB/Lehmann Bd. 11, Internationales Finanzmarktrecht Rn 28; Veil/Veil EuKapmR. § 7 Rn 4.

wortlichen Gesetzgebers – hier des Europäischen – als die maßgeblichen Kriterien heranzuziehen – zumal in dem Kommentar, mit dem *Staub* das *Savigny'sche* Systemdenken durch ein Systemdenken anhand gesetzlich etablierter Ordnungen überformte:¹⁴⁴ Funktional entscheidend erscheint, dass Derivatemärkte und Wertpapiermärkte in enger Wechselwirkung stehen, weil Volumen, Richtung und Preis des Derivatehandels Kurse in Wertpapiermärkten erheblich beeinflussen. Besonders signifikantes Beispiel ist der sprunghafte Anstieg des Kurses der VW-Aktie im Herbst 2008 auf über 1.000,- € im Rahmen des Übernahmever Versuches seitens der Porsche AG – ausgelöst durch Leerverkäufe, mit denen auf Kurseinbrüche spekuliert worden war.¹⁴⁵ Aufgrund des geringen Kapitaleinsatzes bei Derivaten und der darauf beruhenden Hebelwirkung für das Volumen der Aufträge (und folglich auch der Renditen) können Angebot und Nachfrage – selbst wenn nur virtuell – auf den Wertpapiermärkten erheblich beeinflusst werden und damit auch die Kurse.¹⁴⁶ Der **Europäische Gesetzgeber** hat aus diesen funktionalen Bezügen nach dem Gesagten den Schluss gezogen, die **Derivate** ab 2004 in den Anwendungsbereich zentraler Rechtsakte zu Kapitalmarktanforderungen einzubeziehen – und zuletzt für die beiden Hauptrechtsakte, MiFID II und MAR bestätigt. Dass die Einwirkung auf Wertpapiermärkte dafür ausschlaggebend war, solchermaßen Derivate und Derivatemärkte nicht unabhängig, sondern in Abhängigkeit zu Wertpapiermärkten einbezogen wurden, ändert an der Zugehörigkeit zur kapitalmarktrechtlichen Regulierung m.E. nichts. Auch etwa Präventivregeln – wie zum Directors' Dealing und ggf. auch der Ad-hoc-Publizität – haben solch „abhängig-dienenden“ Charakter und werden dennoch allgemein als Teil des (Kern-)Kapitalmarktrechts gesehen. Die **Geldmarktpapiere** sind in das Europäische Kapitalmarktrecht ohnehin schon von Beginn an einbezogen und dies „selbständig“, d.h. wegen ihrer vergleichbaren Charakteristiken, namentlich der Zirkulationsfähigkeit, nicht nur wegen der Wechselwirkungen mit den Kursen der Wertpapiere (Effekten) als der eigentlich regulierten Anlageinstrumente. Kürzere Fristigkeit wird spätestens seit diesem Zeitpunkt nicht mehr als tragfähiger Grund für einen Ausschluss bzw. eine Differenzierung angesehen. Dass nicht alle kapitalmarktrechtlichen Anforderungen an alle Instrumente und Märkte gleich angelegt werden – beispielsweise die Prospektpflicht nicht auf Geldmarkt- und derivative Papiere erstreckt wird (unten 6. Teil Rn 87) –, ändert ebenfalls nichts an der grundsätzlichen Einbeziehung.

c) Sonstige Kapitalmärkte? Neben den Effektenmärkten, den Geldmärkten und Derivatemärkten sind zwei (relativ heterogene) weitere Märkte – oder Formen von Massentransaktio-

144 An die Stelle des „Systems des heutigen Römischen Rechts“ (1840–48/49, 8 Bde.), das ein System des Gelehrtenrechts ist, tritt mit der Kommentartechnik, die Staub zuerst für das HGB (als die erste große privatrechtliche Kodifikation des Zweiten Kaiserreichs) entwickelte, als Betrachtungsgegenstand das System des Gesetzgebers: Norm für Norm, in der Ordnung, in der der Gesetzgeber die Materie abhandelt. Zum Ersten etwa *Kunkel/Schermaier* Römische Rechtsgeschichte, 14. Aufl. 2005, S. 232ff.; *Wolff* (begründet von Wieacker) Römische Rechtsgeschichte, Band 2, 2006, S. 40 ff. Zu Staub und seinem Kommentar namentlich: *Hermann* Mehr Lotse als Entdecker. Ein zivilistischer Rückblick auf Hermann Staub nach 100 Jahren, FS Staub 2006, S. 25; *K. Schmidt* Staub in „Staub's Kommentar“ – Exemplarisches zum Handelsrechtsbild eines Klassikers, FS Staub 2006, S. 109; *Thiessen* „Ein ungeahnter Erfolg“ – zur (Rezeptions-)Geschichte von Hermann Staubs Kommentaren, FS Staub 2006, S. 55.

145 Dazu etwa FAZ vom 27.10.2008 „Unfassbares Kursplus der VW-Aktie“ und 28.10.2008 „Der Wahnsinn geht weiter“; <http://www.boerse.de/boersenwissen/boersengeschichte/Kurskapriolen-der-VW-Aktie-2008-45>. Porsche hatte mit Erwerb von Optionen auf 31% des „free float“ (Streubesitz) diesen – unter Berücksichtigung des bereits zuvor gehaltenen eigenen Anteils und des Anteils des Landes Niedersachsen – auf 6% gedrückt.

146 Dazu etwa *Melzer* Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2003 366 (368 f.); *Schäfer/Lang* Zur Reform des Rechts der Börsentermingeschäfte, BKR 2002, 197 (200); *Lenenbach* Kapitalmarktrecht, Rn 19.51; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Kraft* Rn 19.44; *Langenbacher/Bliesener/Spindler/Binder* 37. Kap Rn 13; *Eck* in: *Zerey* (Hrsg.), *Rechtshandbuch Finanzderivate*, § 5 Rn 2 und ausf. mit den ökonomischen, auch verhaltensökonomischen Bezügen: *Klöhn* Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance – eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, 2006, S. 132, 147 f. Beispiel in der vorigen Fn.

nen – von besonderer Bedeutung – im Zusammenspiel und auch in Abgrenzung zu diesen ersten drei Märkten.

- 75 aa) Das sind zunächst die **OTC-Transaktionen**. Dabei handelt es sich um Direktgeschäfte zwischen Marktteilnehmern („Over-the-Counter“, „über den Tresen“, in Deutsch auch „Telefonhandel“) oder zwischen institutionellen Marktteilnehmern (Interbankenhandel), die außerhalb von Börsen und sonstigen Handelsplätzen stattfinden. Regelmäßig sind Handelspartner des Anlegers in diesen Transaktionen wiederum institutionelle (Marktteilnehmer wie Banken, Versicherungen, Fonds).¹⁴⁷ Gewählt wird diese Transaktionsform vor allem für nicht börsengängige (meist: mangels Standardisierung nicht zirkulationsfähige) Instrumente, vor allem Derivate (etwa für individuelle Absicherungsbedürfnisse), für nicht zu Börsen zugelassene Wertpapiere, aber auch für börsennotierte Wertpapiere, wenn die Transaktionen nicht aufgedeckt werden sollen.¹⁴⁸ Trotz der enormen Volumina – deutlich größer als diejenigen an den anderen Handelsplätze neben den Börsen –¹⁴⁹ handelt es sich nicht um Handelsplätze (Märkte), die sich wie die anderen durch Multilateralität auszeichnen, sondern um eine Aggregation von Direktgeschäften – mit (potentiellen) Vorteilen bei Gebühren, Schnelligkeit, individuellem Zuschnitt und Anonymität.¹⁵⁰
- 76 Umgekehrt sind **OTC-Transaktionen ungleich weniger reguliert**. Insbesondere dem klassischen **Marktverhaltensrecht** (namentlich der MAR) unterfallen sie **nicht**, da sie nicht zu den in Art. 3 Abs. 1 Nr. 6–8 MAR aufgelisteten Handelsplätzen zählen.¹⁵¹ Vielmehr werden sie – ganz ihrem Charakter als Direktgeschäfte und (massenweise durchgeführten) Einzeltransaktionen entsprechend – allein dem Regime für das individuelle Kundenverhältnis unterworfen (namentlich MiFID I und II).¹⁵² Die Anonymität und mangelnde Transparenz haben jedoch in der Folge der Finanzkrise zu einer wichtigen – an überindividuellen Schutzinteressen orientierten – Regulierung geführt: Mit der EU-Verordnung 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister („EMIR“) sollte für OTC-Derivate die Transparenz und die Stabilität der Abwicklungspartner in hohem Maße verbürgt werden, weil gerade die Intransparenz (sog. „black holes“), aber auch das Ausfallrisiko von Gegenparteien in diesen Transaktionen als stark destabilisierend in der und teils mitursächlich für die Finanzkrise eingeschätzt wurden.¹⁵³ Das

147 Fuchs/Jung WpHG Vor §§ 37e, 37g Rn 89; Diefenhardt in: Zerey (Hrsg.), Finanzderivate § 6 Rn 134 f.; näher zur Struktur des Marktes für OTC-Derivate: *Wilhelmi/Bluhm* in *Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt*, Handbuch EMIR, 2015, Teil 1 B Rn 8.

148 Fuchs/Jung WpHG Vor §§ 37e, 37g Rn 90; KölnKomm WpHG/Roth §§ 37d, 37f a.F. Rn 52.

149 Vgl. oben Rn 55. Für Zahlen ansonsten <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6/32/71-pdf> (zuletzt abgerufen am 7.10.2019), vgl. Fuchs/Jung WpHG Vor §§ 37e, 37g Rn 90; Langenbacher/Bliesener/Spindler/Binder 37. Kap Rn 1.

150 *Achleitner* Handbuch Investment Banking, S. 62; KölnKomm WpHG/Roth §§ 37d, 37f a.F. Rn 52.

151 Langenbacher/Bliesener/Spindler/Binder 37. Kap Rn 38. Dies ist allerdings anders, wenn das fragliche Instrument an einem der Handelsplätze des Kernkapitalmarktrecht grds. eingeführt bzw. zugelassen ist und nur die konkrete Transaktion (etwa aus Anonymitätsinteressen) im konkreten Fall nicht auf solche Handelsplätzen getätigt wird. Vgl. Art. 2 Abs. 3 MAR und näher oben Rn 61f.

152 Fuchs/Teuber WpHG § 18 Rn 9–11.

153 Zur Mitursächlichkeit vgl. etwa Punkt 8 der im Anschluss an die Finanzkrise eingesetzten US-Financial Crisis Inquiry Commission, *Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Commission*, 2011, xxiv, „We conclude over the-counter derivatives contributed significantly to this crisis. The enactment of legislation in 2000 to ban the regulation by both the federal and state governments of over-the-counter (OTC) derivatives was a key turning point in the march toward the financial crisis.“; *Jahn* BKR 2009, 25 (28); *Liaw* Business of Investment Banking, S. 5f. (auch zum Wegfall der Regulierung von OTC-Geschäften im Jahre 2000 in den USA und zur Wiedereinführung durch den Dodd-Frank-Act); *Zeitler* Vergessene Ursachen der Banken- und Finanzkrise, WM 2012, S. 673 (676 f.); KölnKomm WpHG/Mock § 18 Rn 2, 8. Allerdings wurde die Regulierungsnotwendigkeit – anders als bei anderen Krisenursachen – weltweit doch nicht einheitlich beurteilt. Immerhin aber haben sich die G20 im Jahr 2009 auf eine stärkere Regulierung des OTC-Marktes durch Transparenzregeln und Clearinghouses geeinigt, die etwa in den USA

Gesamtbild ist – für die konzeptionelle **Einordnung der OTC-„Märkte“ als Kapitalmarkt oder kapitalmarktähnliche Institution** – ein zwiespältiges: Noch immer werden OTC-Transaktionen und -Märkte in der sie betreffenden Regulierung nicht als Märkte verstanden, sondern als individuelle Direktgeschäfte, und nur deren Transparenz und die zugelassenen Transaktionspartner werden reguliert. Andererseits handelt es sich bei der Regulierung in der EMIR doch um – überindividuell zugreifendes, am Gemeinwohl orientiertes – Marktrecht. Anders als klassisches Marktrecht dient dieses Marktrecht freilich nicht primär der Information der Marktteilnehmer mit dem Ziel möglichst effizienter Mittelallokation und auch nicht der Förderung der Marktintegrität, sondern der Systemstabilität (auch in den Transparenzregeln), also einem makroprudenziellen Ziel (näher unten 6. Teil im 4. Abschnitt). Man kann diese Regulierung also entweder als neues – drittes – Paradigma des (kapitalmarktrechtlichen) Marktverhaltensrechts verstehen oder eher doch als eine Abrundung der stabilitätsorientierten Institutsaufsicht, deren Kern die Europäische Bankenunion bildet (vgl. schon oben Rn 11f., 37f.). Wie auch immer die Antwort ausfällt, jedenfalls handelt es sich bei dieser Regulierung um einen **Teil des Investment Banking** – für die Banken sind die OTC-Transaktionen von zentraler Bedeutung und umgekehrt – und ist sie daher in diesem Kontext zu kommentieren (unten 6. Teil im 4. Abschnitt).

bb) Ebenfalls im Bezug zum Kernkapitalmarktrecht zu sehen sind die sog. **grauen, zunehmenden „alternativen“ Kapitalmärkte**. Trotz gewisser Initiativen auch auf Europäischer Ebene – vor allem mit der Richtlinie zu den Alternativen Investmentfonds¹⁵⁴ bildet die zunehmende regulierende Überformung der „grauen Kapitalmärkte“ noch diejenige Entwicklung im Recht der Vermögensanlagen, die am stärksten (allein) im deutschen Recht vorangetrieben wurde – mithin der einzige zu einem Gutteil autonom-national geregelte Finanzmarktabschnitt. Von den Anlageformen her handelt es sich insbesondere um den Vertrieb von Kommandit- oder Treuhand-Anteilen an einer Publikums-KG, allgemein: von **nicht als Effekten/Wertpapieren ausgestalteten Anteilen an Unternehmen** (Gesellschaften) oder an einem Pool von Anteilen an Unternehmen oder einem sonstigen Wertepool, spätestens seit 2014 (mit dem Kleinanlegerschutzgesetz, vgl. unten) aber auch viel breiter von sonstigen (nicht effektenmäßig zirkulationsfähig ausgestalteten) Anlagen, die durch eine gewisse Partizipation am unternehmerischen Risiko gekennzeichnet sind (namentlich partiarische Darlehen).¹⁵⁵ Ursprünglich nicht durch den

im Dodd-Frank Act und den von der Commodity Futures Trading Commission erlassenen Regelungen auch schon erheblich fortgeschritten ist, siehe *Johnson* Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implications of US Global OTC Derivative Regulation, 14 Nevada Law Journal 542 (556–562) (2014); *Coffee* Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, 99 Cornell Law Review (1275–1276) (2014).

154 Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABL.EG 2011 L 174/1; geändert durch die Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABL.EG 2011 L 174/1, ABL. EU 2009 L 302/32 sowie durch Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 Text von Bedeutung für den EWR, ABL. EU 2011 L 174/1; dazu Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebefinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, ABL.EU 2013 L 83/1.

155 Vgl. Kleinanlegerschutzgesetz vom 23.4.2015, BGBl. 2015-I, S. 1114 (die hier maßgeblichen Änderungen waren solche des VermAnlG, unten Fn 160, die Änderungen in Art. 2, das VermAnlG selbst Art. 1); zum Kleinanlegerschutzgesetz 2014 (mit der Neugestaltung des Anwendungsbereichs bei den alternativen Vermögensanlagen, Informationsverschärfungen, Produktregulierung und Ad-hoc-Publizität sowie Crowdfunding-Ausnahme/Sonderregelung) u.a. *Aurich* GWR 2014, 295; *Bergmann* Bankrechtstag 2015, 2016, S. 47; *Buck-Heeb* NJW

Gesetzgeber reguliert (daher „grau“)¹⁵⁶ und nur durch die Rechtsprechung zur bürgerlichen Prospekthaftung auf so zentrale Grundsätze wie die Prospektwahrheit und -vollständigkeit verpflichtet, sind diese Märkte heute längst nicht mehr wirklich „grau“, jedenfalls nicht mehr in dem gleichen Sinne wie zuvor.¹⁵⁷ Die Gesetzgebungsentwicklung der letzten gut 15 Jahre brachte sukzessive eine Annäherung in den Regulierungsanforderungen an das Kernkapitalmarktrecht, wenn auch nicht oder nur teils aufgrund von Europäischen Vorgaben: Ausgangspunkt war das Anlegerschutzverbesserungsgesetz,¹⁵⁸ das die spezialgesetzliche Prospektpflicht und -haftung aus dem Kernkapitalmarktrecht auf weite Bereiche des „grauen“ Kapitalmarkts erstreckte.¹⁵⁹ Mit dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.12.2011¹⁶⁰ wurden dann de facto die zentralen Wohlverhaltensregeln des WpHG auf „graue Kapitalmärkte“ erstreckt oder doch zumindest Marktverhaltenspflichten und Pflichten dem Kunden gegenüber geschaffen, die denjenigen aus dem WpHG vergleichbar sind.¹⁶¹ Den Schlusspunkt bildet – mit dem Kleinanlegerschutzgesetz von 2014 – die Einführung einer weitreichenden Erlaubnis-, teils auch nur Registrierungspflicht für die Betreiber.¹⁶² Diese Entwicklung führte dazu, dass heute **besser von einem alternativen Kapitalmarkt und alternativen Anlageformen** gesprochen wird als von einem „grauen“.¹⁶³

78 Anders als bei den Geld- und Derivatmärkten und den OTC-Transaktionen, handelt es sich freilich um einen **institutionell und funktional deutlich geschiedenen Markt**: Die **Hauptanbieter** hier – die Fondsanbieter – sind rein juristisch gegenüber Kredit- und Finanzinstituten insofern abgehoben, als die Zulassung zu dem einen Geschäft grds. die Zulassung zu dem anderen verbietet und allenfalls annexweise einige einzelne Bankgeschäfte mit betrieben werden dürfen (vgl. § 64q i.V.m. § 2 Abs. 1 Nr. 3b, Abs. 6 Nr. 5a KWG).¹⁶⁴ Dabei regelt den Kernbereich –

2015, 2535; *Bußalb/Vogel* WM 2015, 1733 und 1785; *Heisterhagen/Conreder* DStR 2015, 1929; *Möllers/Kastl* NZG 2015, 849; *Roth* GWR 2015, 243.

156 Zur Begriffsbildung vgl. etwa *Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich* Abschreibungsgesellschaften, Kapitalmarkteffizienz und Publizitätszwang – Plädoyer für ein Vermögensanlagengesetz, ZHR 138 (1974), 1 (3 f.); *Assmann/Schneider/Assmann* WpHG, 6. Aufl 2012 Einl. Rn 4–6; weiterführend zur „Vorreiterrolle des grauen Kapitalmarkts“ auch *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Assmann/Buck-Heeb* Hdb Kapitalanlagerecht, § 1 Rn 8–15; *Fuchs/Fuchs* WpHG Einl Rn 7 f.; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds* Rn 10.23–10.25.

157 Der Gesetzgeber des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (nächste Fn) umschrieb den grauen Kapitalmarkt noch als den „nicht bzw. nicht spezialgesetzlich geregelten Teil des Kapitalmarktrechts für nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen“, BT-Drucks 15/3174, S. 27. Zur (heute in ihrer Bedeutung stark verminderten und das Bankgeschäft ohnehin kaum betreffenden) bürgerlichen Prospekthaftung *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn 2291–2303; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 46–48 et passim; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds* Rn 15.850–15.855 und zusammenfassend unten 6. Teil Rn 79–81 und 205 f.

158 Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004 (BGBl. I S. 2630; Regierungsentwurf: BT-Drs. 15/3174 v. 24.5.2004); vgl. zu diesem: *Bürgers* BKR 2004, 424; *Dreyling* Der Konzern 06, 1; *Fleischer* BKR 2004, 339; *Spindler* NJW 2004, 3449.

159 Vgl. nur Übersicht in *BankRHdb/Grundmann* § 112 Rn 34 f. und 49 f.

160 Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.12.2011, BGBl. I, S. 2481; vgl. dazu weitere Materialien unten Rn 147.

161 Vgl. hierzu näher etwa Überblicke bei *Graf zu Solms-Laubach/Mihova* DStR 2015, 1872 (1874 f.); und *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Assmann/Buck-Heeb* Hdb Kapitalanlagerecht, § 1 Rn 93 (zu den WpHG-Verhaltenspflichten).

162 Vgl. hierzu näher § 20 KAGB und etwa Überblicke bei *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Assmann/Buck-Heeb* Hdb Kapitalanlagerecht, § 1 Rn 92; *Graf zu Solms-Laubach/Mihova* DStR 2015, 1872 (1874 f.); *Weitnauer/Boxberger/Anders/Winterhalder* bzw. *Boxberger* KAGB § 20 bzw. 44. Bloße Registrierungspflicht heute nur noch bei den speziellen AIFs, die an professionelle oder semiprofessionelle Anleger vertrieben werden, vgl. § 44 KAGB.

163 Zur Gesetzesentwicklung im Bereich alternativer Anlagen näher *BankRHdb/Grundmann* § 112 Rn 28. So in der Tat ja auch inzwischen die gesetzliche Bezeichnung der Produkte (Fonds) im Rahmen der Europäischen Gesetzgebung und des KAGB als Umsetzungsgesetz (bes. § 1 Abs. 3–6 und 9 KAGB sowie Titel von Kapitel 2, Abschnitt 3), sowie etwa *Graf zu Solms-Laubach/Mihova* DStR 2015, 1872 (1872).

164 Näher *Graf zu Solms-Laubach/Mihova* DStR 2015, 1872 (1875); *Weitnauer/Boxberger/Anders/Winterhalder* KAGB § 17 Rn 26.

die Anlagen, die nach dem Prinzip der Risikostreuung oder als Beteiligung an einem Unternehmen konzipiert sind – heute umfassend das **KAGB**. Hingegen erfasst heute das **VermAnlG**, das bis zur Einführung des KAGB noch alle diese genannten Anlagen mit Ausnahme der offenen Investmentfonds (mit Anteilsrücknahmepflicht) erfasste, also insbesondere auch die Publikums-KGs, heute „nur noch“ diejenigen Anlagen, die keinen Anteil an einem Unternehmen (oder an einem Pool von Werten), sondern nur eine (sonstige) Partizipation an Gewinn und Verlust eines Unternehmens verkörpern, diese seit dem KSG 2014 jedoch sehr weitreichend (insbesondere unter Einschluss der partiarischen Darlehen).¹⁶⁵ Dieser Markt ist also **nicht** allein solchen Institutionen zugänglich oder gar vorbehalten, die einer umfassenden finanzrechtlichen Institutionsaufsicht unterliegen und insbesondere eine Zulassung zur Aufnahme und Durchführung ihrer (Bank-)Geschäfte benötigen (Kreditinstitute, Wertpapierdienstleister, auch Versicherungen; insoweit hier also Emission kein „**de iure Bankgeschäft**“).¹⁶⁶ Diese (bankgeschäftlich tätigen) Institute waren im „grauen“ Kapitalmarkt vielmehr auch schon traditionell zurückhaltend, obwohl gerade die Schrottimmobilienfälle durch eine nicht unerhebliche Beteiligung von Kreditinstituten gekennzeichnet waren. In diesem Markt sahen sie dennoch vorrangig Gefahren für ihr Standing und in ihm erfolgen die Ausgestaltung der zu platzierenden Rechte, die Kreditinstitute auch sonst kaum leisten,¹⁶⁷ und ihr Vertrieb üblicherweise aus einer Hand.¹⁶⁸ Hier verläuft also eine auch wirtschaftlich erhebliche Wasserscheide. Der wirtschaftliche Befund – meist auch de facto kein Bankgeschäft – und der rechtliche Befund – vertrieben werden Anlagen, die sich grundsätzlich von den Finanzinstrumenten, vor allem Effekten, unterscheiden – legen es nahe, **diese Anlageform und diesen Anlagemarkt** gänzlich oder ganz überwiegend **jenseits des Bereichs des Investment Banking** zu verorten.

III. Anlageinstrumente

1. Überblick, Charakterisierung und Zusammenspiel. Kapitalmärkte und Anlageinstrumente hängen eng zusammen. Namentlich **entscheidet die Ausgestaltung der Anlageinstrumente** darüber, **ob und welche Sekundärmärkte** sich ausbilden bzw. ausgebildet werden können. Die Ausgestaltung als zirkulationsfähig – vor allem mit Standardisierung der verbrieften/registrierten Inhalte (Rechte und Pflichten), fälschungssicherer Ausstattung und mit Einräumung der Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs – ist hierbei zentral, um massenhaften Verkehr (auf Sekundärmärkten) zu ermöglichen. Die entsprechende Ausgestaltung ist also die rechtlich-technische Voraussetzung für die von *Berle/Means* erstmals beschriebene Funktion der Kapitalmärkte, das Emittenteninteresse an langfristigen oder zeitlich unbeschränkten Investments mit dem Interesse von Anlegern an jederzeitiger Liquidierbarkeit in Übereinstimmung zu

¹⁶⁵ Vgl. hierzu näher etwa Überblicke bei *Aurich* GWR 2014, 295; *Buck-Heeb* NJW 2015, 2535 (2535 f.); *Heisterhagen/Conreder* DStR 2015, 1929 (1929 f.); *Möllers/Kastl* NZG 2015, 849 (850 f.); *Weitnauer/Boxberger/Anders/Winterhalder* KAGB § 20 Rn 1–94.

¹⁶⁶ Vgl. Rn 3 f. Vgl. BT-Drucks. 15/3174, S. 27 f. (Gesetzesbegründung zu AnSVG); demgegenüber nicht auf die Regulierung abstellend, sondern das institutsbezogene Abgrenzungskriterium betonend: *BaFin* Grauer Kapitalmarkt: Rendite und Risiko – Marktabgrenzung, Regulierung und Verantwortung des Anlegers vom 4.3.2014, abrufbar unter www.bafin.de). Die Annäherung in den Schutzmechanismen ist nicht abgeschlossen.

¹⁶⁷ Dies gilt genereller, soweit es, wie bei Anlagen in einer Publikums-KG, um die Gründungsphase und die Gestaltung der Eigenkapitalinstrumente in dieser Phase geht: vgl. Rn 6 f. Vgl. zu den Bedenken gegen eine „freie Emission“: *Jäger* NZG 1999, 381 (385 f.); generell zu den Bedenken: *Buck-Heeb* Compliance bei vertriebsbezogener Product Governance – Neuerungen durch MiFID II bzw. das Kleinanlegerschutzgesetz, CCZ 2016, 2; *Jäger/Maas/Renz* CCZ 2014, 63 (63 f., 74); *Werner/Burghardt* Der graue Kapitalmarkt: Chancen und Risiken, 2006, S. 158 Rn 105 (da Banken zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen der Erlaubnis der BaFin bedürfen).

¹⁶⁸ *Assmann/Schütze* Hdb Kapitalanlagerecht (2. Aufl. 1997), § 1 Rn 54.

bringen (vgl. oben Rn 9, 62–65). Dies erklärt die zentrale Bedeutung der Ausgestaltungsmerkmale der Effekten, der **Wertpapiere im kapitalmarktrechtlichen Sinne (unten 2.)**.

- 80 Ähnlich wie bei den Märkten, die den zentralen kapitalmarktrechtlichen Anforderungen unterworfen werden, konstatiert man jedoch auch bei den Instrumenten, die jeweils in den sachlichen Anwendungsbereich der maßgeblichen Rechtsakte einbezogen werden, über die letzten Jahrzehnte eine – **i.d.R. Finanzinnovationen nachvollziehende – Ausweitung**. Diese erfolgte namentlich mit der Ausbildung der Kategorie der **Finanzinstrumente (unten 3.)** – über die Wertpapiere weit hinausreichend, freilich auf diese zurückbezogen (näher unten Rn 86–88). Durch diese Ausweitung erscheint heute auch das Kernkapitalmarktrecht zweigeteilt – wobei die Wertpapiere von allen Rechtsakten erfasst werden, die anderen Finanzinstrumente nur von einem Teil. Auch jenseits der Finanzinstrumente ist die Zahl der Anlageinstrumente groß, sie sind jedoch vom Kernkapitalmarktrecht grds. nicht erfasst und unterfallen auch nur in einigen Teilen Vorgaben an das *Investment Banking* (dazu unten 4.).

2. Wertpapiere (Effekten)

- 81 **a) Kategoriale Bedeutung und Abgrenzung. Grundkategorie im Kreis der Anlageinstrumente** ist das „**Wertpapier**“ **im kapitalmarktrechtlichen Sinne**. Dies liegt zum einen daran, dass die anderen Formen von Anlageinstrumenten, die den Anforderungen des Kernkapitalmarktrechts (Rn 66–71) unterworfen werden, in Anlehnung an die Ausstattungsmerkmale der Wertpapiere definiert werden (die Geldmarktpapiere) oder nach ihrem Bezug zu diesen (die Derivatkontrakte, jedenfalls ein Großteil derselben). Dass es sich beim Wertpapier im kapitalmarktrechtlichen Sinne um die Grundkategorie handelt, liegt aber zum anderen auch daran, dass es sich um die einzige Kategorie handelt, die den Anwendungsbereich aller zentralen Rechtsakte des Kernkapitalmarktrechts eröffnet. Bei der Definition des Wertpapiers im kapitalmarktrechtlichen Sinne handelt es sich solchermaßen um **eine Definition des „Allgemeinen Teils“ des Kapitalmarktrechts** und des *Investment Banking*.
- 82 **b) Definitionsmerkmale und Gruppen von Wertpapieren.** Die wichtigste – weil jüngste und durch Verweis breit aufgenommene – Definition findet sich in **MiFID II, namentlich in Anh. I Abschnitt C Nr. (1) i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. a)** (wörtlich identisch Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID I und WpHG a.F.). Auf diese Definition verweist **Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR** direkt, so dass die identische Definition auch hier gilt und als solche im Rahmen der MAR sogar EU-Verordnungswirkungen entfaltet. MiFID II fasst die Kategorie zusammen als „**übertragbare Wertpapiere**“ und bezeichnet damit auch bereits das wichtigste inhaltliche Kriterium, die Frage der Zirkulationsfähigkeit. Und auch im dritten Hauptrechtsakt – ursprünglich der ungleich älteren EG-Prospekt-Richtlinie, heute der EU-Prospekt-VO – ist der kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff der gleiche.¹⁶⁹
- 83 Von den Wertpapieren sind **die anderen Finanzinstrumente abzugrenzen** (ausführlicher unten 3.), an dieser Stelle ist nur festzuhalten: Sie alle zeichnen sich entweder durch **Vergleichbarkeit** mit den Wertpapieren im Kernkriterium (Zirkulationsfähigkeit oder funktionales Äquivalent) aus (Geldmarktpapiere, OGAW-Anteile) oder durch Bezug auf Wertpapiere (Derivate). In den genannten Hauptrechtsakten werden sie alle entweder neben den Wertpapieren als eigene Kategorie ausgebildet oder aus dem Begriff des Wertpapiers ausgenommen (vgl. etwa Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anh. I Abschnitt C Nr. (2) bis (11) MiFID II, Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR (Verweis auf

¹⁶⁹ Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb/J. Schneider WpPG, § 2 Rn 8 ff.; *Groß* Kapitalmarktrecht (6. Aufl. 2016) § 2 WpPG Rn 3; Holzborn/*Foelsch* WpPG § 2 Rn 3; für die EU-Prospekt-VO *Groß* Kapitalmarktrecht Art. 2 Rn 2 (identisch, Verweis auf § 2 WpPG Rn 2–5.

MiFID II) und Art. 1 Abs. 2 lit. a) und Art. 2 Abs. 1 lit. a) EG-Prospekt-Richtlinie und Art. 2 lit. a EU-Prospekt-VO).

Übertragbare Wertpapiere umfassen Aktien, Schuldtitel und vergleichbare Wertpapiere (Anh. I Abschnitt C Nr. (1) i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. a) und b) MiFID II). Mit den Aktien und Schuldverschreibungen werden klassische **Effekten** namentlich genannt, dh. Papiere, die in Märkten massenweise gehandelt werden. Solch ein Handel ist nur möglich, wenn die Wertpapiere innerhalb einer Gattung gleich ausgestattet sind (gleiche Rechte verbürgen), also austauschbar (fungibel) sind,¹⁷⁰ und wenn der Übertragungsakt dem Erwerber mehr Sicherheit bietet als das bloße Zessionsrecht (sog. Zirkulationsfähigkeit mit Möglichkeit gutgläubigen Erwerbs und Abschneiden anderer als urkundlicher Einwendungen und Einreden).¹⁷¹ Verbriefen Wertpapiere Anteilsrechte an Gesellschaften, schuldrechtliche Forderungen und dingliche Rechte,¹⁷² so fanden sich früher unter den Effekten allein Beispiele der beiden erstgenannten Gruppen. Zunehmend sind auch Anteilsrechte an anderen Gesellschaftsformen potentiell fungibel ausgestattet, weshalb die in Nr. 44 lit. a) angelegte Öffnung notwendig wurde.¹⁷³ Umgekehrt geht der Effektenbegriff weiter als der des Wertpapiers im deutschen Wertpapierrecht: Insbesondere Verbriefung – in Form körperlicher Grundlage – ist überflüssig, da im Massenverkehr Buchungsformen entstanden, die den Anforderungen des Publizitätsgrundsatzes gleich gut oder besser genügen.¹⁷⁴ Unterschiede zum **depotrechtlichen Effektenbegriff** sind auch unter der Geltung von MAR – trotz des Grundsatzes europaeinheitlicher Auslegung – derzeit nicht ersichtlich.

Vergleichbare Wertpapiere, vor allem Mischformen, sind ebenfalls erfasst. § 2 Abs. 1 WpHG nennt sie explizit, während Anh. I C Nr. 1 MiFID II (und schon MiFID I) allein „Übertragbarkeit“ fordern: Zertifikate – Hinterlegungsscheine in der Nomenklatur des § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a WpHG – sind hierbei ausdrücklich genannt (Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. a) und b) MiFID II) und repräsentieren andere Rechte, deren Zirkulationsfähigkeit zu gering ist oder die (etwa drucktechnisch) nicht genügend Fälschungssicherheit verbürgen.¹⁷⁵ Genussscheine („Wertpapiere, die zum Kauf ... berechtigten [bzw.] ... zu einer Barzahlung ... anhand von Messgrößen“ i.S.v. **Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c) MiFID II**) haben verschiedenste Vermögensrechte zum Gegenstand, die denen von Anteilsinhabern gleichen können, geben meist jedoch keine Verwaltungsrechte.¹⁷⁶ Op-

170 BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 6; *Schmidt* Wertpapierbörsen, 1988, S. 2; KölnKomm WpHG/*Roth* § 2 Rn 27–36.

171 Etwa *Izquierdo* Die Liberalisierung und Harmonisierung des Börsenrechts als Problem des EG-Rechts, 1989, S. 48. Zu zusätzlichen Anforderungen an die Fälschungssicherheit: *Izquierdo* aaO; *Heinze* Primärmarkt, S. 42; KölnKomm WpHG/*Roth* § 2 Rn 33.

172 *Assmann/Schütze/Sethe* Hdb Kapitalanlagerecht, 4. Aufl. 2015, § 8 Rn 26–29.

173 Vgl. hierzu *Assmann/Schneider/Mülbert* Wertpapierhandelsrecht § 2 Rn 19ff.; KölnKomm WpHG/*Roth* § 2 Rn 67. Vergleichbar („andere“) auch bei den Schuldtiteln lit. b).

174 Allgemein für das Effektenrecht (auch zum Trend zur Entmaterialisierung im Effektengeschäft): *Assmann/Schütze/Roth* § 10 Rn 19–25 (3. Auflage), in der 4. Auflage nicht mehr enthalten, vgl.

Assmann/Schütze/Buck-Heeb/F. Schäfer Hdb Kapitalanlagerecht, § 12 Rn 1; *BankR-Hdb/Seiler/Geier* § 104 Rn 24–33 ausführlicher und expliziter noch *BankR-Hdb/Seiler/Kniehase* § 104 Rn 64–93 (4. Auflage 2011). Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. b) MiFID II („verbrieft“) steht nicht entgegen, weil der hiermit übersetzte Begriff „securitized debt“ auf effektenmäßig ausgestaltete Schuldtitel, auch bloß elektronisch registrierte, verweist: etwa *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 84f., 89ff. Anders die Entwicklung des – im Anglo-Amerikanischen Raum – verwandten Parallelbegriffs der Securitization (securities), der schon im Ausgangspunkt zwar ebenfalls Standardisierung (wie auch heute der Europäische Effektenbegriff), nicht jedoch körperliche Verbriefung voraussetzt(e) (was der Europäische Effektenbegriff erst „nachvollziehen“ musste).

175 *Ausf. Brechmann/Roeder/Schneider/Winkler* Erfolgsweg Zertifikate – Strukturierte Produkte in der Beratungspraxis, 3. Aufl. 2008; sowie *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 11; allgemein *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Sagasser/Leuschner* Hdb Kapitalanlagerecht § 27 Rn 1132–1155.

176 BGH Urt. v. 5.10.1992 – II ZR 172/91, BGHZ 119, 305 (316f.) = NJW 1993, 57 (nicht einmal vertraglich möglich); *Assmann/Schütze/Roth* § 10 Rn 38 (3. Auflage), in den Folgeauflagen nicht mehr enthalten, vgl. zuletzt *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/F. Schäfer* Hdb Kapitalanlagerecht § 12 Rn 1; KölnKomm WpHG/*Roth* § 2 Rn 59.

tionen geben ein Recht auf Zeichnung (Erwerb) von Effekten,¹⁷⁷ potentiell aber ein Recht auf Kompensation in den unterschiedlichsten Formen (vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c) – zweiter Halbsatz – MiFID II). Aus diesem Beispielskatalog und der Einleitungsformel ergibt sich vor allem, dass alle Rechte einbezogen sind, deren Zirkulationsfähigkeit, ggf. durch Zertifizierung, hergestellt ist, und dass jedes schuld- oder gesellschaftsrechtliche Recht Inhalt des Papiers sein kann, auch jede Mischform. Ersteres ist wichtig insbesondere für die (international dominierenden und auch in Deutschland zunehmend wichtigen) Namenspapiere, die schon von Gesetz wegen so gestaltet sein können (jedoch nicht müssen), dass sie zirkulationsfähig sind.¹⁷⁸ Unerheblich ist die Besicherung des Forderungsrechts¹⁷⁹ oder Art der gewährten Rechte (auch etwa Wandelschuldverschreibung als Forderungsrecht, das mit einem Bezugsrecht auf Anteile kombiniert ist,¹⁸⁰ und das blanke Bezugsrecht).¹⁸¹ Nur Zahlungsinstrumente – vor allem Wechsel und Schecks –¹⁸² sind ausgenommen, wie die Einleitungsformel von Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II ausdrücklich klarstellt (vergleichbar schon bisher WpHG und die Einleitungsformel Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID I). Seit 1997 war in Deutschland klargestellt, dass Handelbarkeit auf irgendeinem Markt reicht – jede Beschränkung auf ein bestimmtes Marktsegment fehlt. Dies wird mit MAR zum Europäischen Standard: Auch der außerbörsliche Telefonhandel ist erfasst, weil es sich um ein „organisiertes“ Handelssystem handelt (näher oben Rn 71). Fungibilität und Zirkulationsfähigkeit fehlt freilich regelmäßig im sog. grauen Kapitalmarkt, in dem Anteile an Personengesellschaften (regelmäßig KGs) zwar platziert, doch keine Sekundärmärkte organisiert werden.¹⁸³

86 3. Finanzinstrumente. Für die **kontinuierliche Ausweitungstendenz** bei den Anlageinstrumenten, die den Anforderungen des Kernkapitalmarktrechts unterworfen werden, steht der **Sammelbegriff der Finanzinstrumente**.¹⁸⁴ Im deutschen Recht wurde er im Anlegerschutzverbesserungsgesetz 2004 eingeführt (heute § 2 Abs. 4 WpHG), zuerst in Umsetzung der MAD I (dort Art. 1 Nr. 3), mit Umsetzung der MiFID I durch das FRUG dann umgestellt auf Verweis auf die MiFID I. Das Konzept umfasst **fünf Kategorien** – neben den „Wertpapieren“ im kapitalmarktrechtlichen Sinne (oben 2.), die bis 2004 allein den Gegenstand des Kernkapitalmarktrechts bildeten, noch folgende vier:

177 Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/*Kraft* Rn 19.81–19.90; Assmann/Schütze/*Roth* Hdb Kapitalanlagerecht § 10 Rn 38 (3. Auflage 2007), in den Folgeauflagen nicht mehr enthalten, vgl. zuletzt Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*F. Schäfer* Hdb Kapitalanlagerecht § 12 Rn 1.

178 Assmann/Schneider/Mülbert § 2 WpHG Rn 25 ff.; Assmann/Schütze/*Roth* § 10 Rn 16, 19 (3. Auflage 2007), in den Folgeauflagen nicht mehr enthalten, vgl. zuletzt Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*F. Schäfer* § 12 Rn 1; KölnKomm WpHG/*Roth* § 2 Rn 65.

179 Assmann/Schneider/Mülbert § 2 Rn 31 (etwa Pfandbriefe oder asset-backed securities).

180 Assmann/Schneider/Mülbert § 2 WpHG Rn 31.

181 Assmann/Schütze/*Roth* Hdb kapitalanlagerecht § 10 Rn 35 (3. Auflage 2007), in den Folgeauflagen nicht mehr enthalten, vgl. zuletzt Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*F. Schäfer* Hdb Kapitalanlagerecht § 12 Rn 1 und /*Worms* § 11 Rn 26.

182 BankR-Hdb/*Fischer/Boegl* § 127 Rn 20; BankR-Hdb/*Seiler/Geier* § 104 Rn 13.

183 BGH Urt. v. 18.1.2007 – III ZR 44/06, WM 2007, 542 (543); *Oertel* Fungibilität von Anteilen an Publikums-Kommanditgesellschaften, 2010; *Bruchwitz/Voß* Der Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BB 2011, 1126 (1128); *Voß* Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?, BKR 2007, 45 (50–53); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/*Assmann* Hdb Kapitalanlagerecht § 1 Rn 11; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/*Oulds* Rn 10.25. Hierzu noch näher oben Rn 77.

184 Ausführlich *Haisch/Helios* Rechtshandbuch Finanzinstrumente, 2011; *Köhler* Die Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente in Unternehmen, Banken und Kommunen, 2012; *Lehmann* Finanzinstrumente, 2009; *Schaber/RehmMärkl* Handbuch strukturierte Finanzinstrumente, 2. Aufl. 2010; *Zerey* Finanzderivate. Rechtshandbuch, 4. Aufl. 2016; *Brenncke* Der Zielmarkt eines Finanzinstruments nach der MiFID II, WM 2015, 1173; *Kuhn/Skirk* Die Prüfung von Finanzinstrumenten und Derivaten, WPg 2012, 1299; KölnKomm WpHG/*Roth* § 2 Rn 128–138.

- **Geldmarktpapiere** (vgl. Anh. I Abschnitt C Nr. (2) MiFID II)
- **Anteile an OGAW** (vgl. Anh. I Abschnitt C Nr. (3) MiFID II)
- **Derivate** (vgl. Anh. I Abschnitt C Nr. (4) bis (10) MiFID II)
- **Emissionszertifikate** (und punktuell weitere spezifisch aufgeführte Instrumente) (vgl. Anh. I Abschnitt C Nr. (11) MiFID II).

Schon 2004 entsprochen sich die Begrifflichkeiten, die nunmehr auch in **Art. 4 Abs. 1 Nr. 15** **87** **i.V.m. Anh. I Abschnitt C MiFID II** und – durch Verweis auf deren Gehalte – in **Art. 3 Nr. 1 MAR** übernommen wurden. Namentlich die ersten drei Kategorien sind im WpHG (in der alten wie der neuen Fassung), in der MAD I (dann MiFID I) und in der MAR (mit MiFID II) weitestgehend wörtlich, jedenfalls jedoch inhaltlich identisch umschrieben. Erst bei den Derivaten und einigen spezifischen Instrumenten brachte MAR punktuell Neuerungen.

Insgesamt jedoch handelt es sich bei diesen zusätzlichen, 2004 hinzugekommenen Kategorien nicht nur um Erweiterungen, sondern auch um solche, die **nicht mehr den Anwendungsbereich aller Rechtsakte des Kernkapitalmarktrechts** eröffnen.¹⁸⁵ Namentlich die EG-Prospekt-Richtlinie bzw. EU-Prospekt-VO und die EG-Transparenz-Richtlinie – also die Hauptrechtsakte der Emissionspublizität und der laufenden (Folge-)Publizität – finden allein auf Wertpapiere Anwendung. Geldmarktpapiere haben eine zu kurze Laufzeit (vgl. Art. 2 lit. a EU-Prospekt-VO), OGAW-Anteile ihr eigenes Publizitätsregime, Derivate bestimmen sich in Abhängigkeit von den (dieser Emissions- und Folgepublizität) unterliegenden Wertpapieren (oder anderen marktweit öffentlichen Referenzwerten). Das **gesamte sonstige Marktverhaltensrecht (MAR u.a.) und das Recht der individuellen Kundenbeziehung (MiFID II)** erstreckt sich demgegenüber auch auf die vier anderen Kategorien, also die Finanzinstrumente insgesamt. Zusammenfassend ist also zu sagen: Der engere Anwendungsbereich – nur Wertpapiere, oben 2. – gilt für die EU-Prospekt-VO (und Vorgängerrichtlinien) und die EG-Transparenz-Richtlinie, ein (seit 2004) erweiterter – die genannten Finanzinstrumente, d.h. freilich auch keineswegs alle Anlageformen – bei allen anderen Pflichten. Dieser zweitgenannte „weitere“ Anwendungsbereich gilt freilich nicht nur nicht im ganzen Kernkapitalmarktrecht, sondern er wird auch in den einzelnen Rechtsakten mit leichten Abweichungen gegeneinander definiert. Dies spricht dafür, (weitere) Ausführungen hierzu nicht „vor die Klammer“ zu ziehen. Vor allem **für MAR** (unten 6. Teil Rn 304ff. und Einzelmaterien) **und MiFID II** (7. und 8. Teil, dort unter Rn 61ff.) werden die Zuschnitte **intensiver zu erörtern** sein.

4. Sonstige Anlageinstrumente – Zusammenhänge. Die Kategorie der Finanzinstrumente **89** bildet bereits eine Erweiterung des Kernbereichs „Wertpapiere“ (im kapitalmarktrechtlichen Sinne). Neben den Finanzinstrumenten gibt es jedoch wiederum **weitere Anlageformen**. Hier ist zu unterscheiden, ob die auf das Instrument bezogenen Anforderungen fehlen (oben 2. und 3.) oder nur die marktlichen Anforderungen (oben II.).

Zu den weiteren Anlageformen, die nicht die Voraussetzungen eines Finanzinstruments erfüllen, zählen vor allem die **nicht standardisierten Instrumente** (etwa Derivate mit individualisiertem Zuschnitt, oben Rn 86–88) oder aus anderem Grunde **nicht zirkulationsfähigen** (namentlich die Anteile an Publikums-KGs und andere Beteiligungsformen am Unternehmensgewinn, vgl. oben Rn 77, 85). Sie sind nicht Gegenstand des Kernkapitalmarktrechts (vgl. oben Rn 74–78).¹⁸⁶ Dennoch findet sich für bestimmte Konstellationen jedenfalls eine Teilregulierung,

185 Diese Wasserscheide betonend auch etwa: *Moloney* EU Securities and Financial Markets Law, S. 84–86, 133–135; *Veil/Veil* EuKapmR in V § 8 Rn 1–3.

186 Ausf. zu den verschiedenen Formen: *Bruchwitz/Voß* BB 2011, 1126 (1128); *Bußalb/Vogel* Das Gesetz über Vermögensanlagen – neue Regeln für geschlossen Fonds, WM 2012, 1416 (1417); *Voß* BKR 2007, 45 (50–53); KölnKomm WpHG/Roth § 2 Rn 138; Langenbucher/Bliesener/Spindler/*Bergmann* 36. Kap Rn 7.

namentlich für die Over-the-Counter Transaktionen („EMIR“, vgl. oben Rn 75f. und ausführlicher unten Teil 6 4. Abschnitt). Diese Transaktionen, die grds. bereits nicht die Anforderungen an ein kapitalmarktrechtlich relevantes Marktsegment erfüllen (und daher nicht erfasst sind, oben Rn 75f.), können einerseits Anlageinstrumente zum Gegenstand haben, die außerdem auch nicht die Merkmale eines Finanzinstruments aufweisen (die eben genannten Fälle). In diesem Fall bleibt es in der Tat bei der sehr punktuellen Regelung durch EMIR.

- 91 Diese **OTC-Transaktionen** können aber andererseits **auch durchaus Finanzinstrumente und sogar Wertpapiere zum Gegenstand** haben – etwa wenn Transaktionen in Aktien aus Anonymitätsgründen außerhalb der Handelsplätze vollzogen werden sollen. In diesem Falle bleiben die Marktverhaltensregeln und auch die Regeln zum individuellen Kundenverhältnis (mit sehr wenigen Ausnahmen) durchaus anwendbar. Denn auch bei der Anwendung der Marktverhaltensregeln kommt es nicht auf die konkrete Transaktionsform an – auf einem Handelsplatz oder außerhalb – sondern darauf, ob das fragliche Finanzinstrument überhaupt auf einem erfassten Handelsplatz gehandelt wird bzw. zu diesem zugelassen wurde (vgl. etwa Art. 2 Abs. 3 MAR, unten 6. Teil Rn 327). Die Regulierung knüpft also am Instrument und seinem Status an, nicht an der konkreten Handelsform. Bei den Regeln zum individuellen Kundenverhältnis wird ohnehin allein das Zusammenspiel zwischen Wertpapierdienstleister und Kunden vorausgesetzt.

IV. Regelungsinstrumente – Verweis

- 92 Zur Infrastruktur gehören – zentral – auch die Regelungsinstrumente und Regelwerke: So wird nach dem Gesagten der Kreis der Kernkapitalmärkte heute nicht mehr über eine technisch-organisatorische Einrichtung definiert – sie ist für die Einordnung als multilaterales oder organisiertes Handelssystem überflüssig –,¹⁸⁷ sondern durch die Gemeinsamkeit und Verlässlichkeit des Regelwerkes, das die Zusammenführung von Angebot und Nachfrage strukturiert und regelt (vgl. oben Rn 68–71). Aber auch allgemeiner werden Regeln und Regelwerke – wegen ihrer Dauerhaftigkeit als Organisationseinrichtung – heute zum **klassischen Kreis der Institutionen** gezählt, namentlich in den Gesellschaftswissenschaften¹⁸⁸ – vergleichbar Märkten¹⁸⁹ oder Behörden, etwa Regulierungs- und Aufsichtsagenturen. Man kann sagen, dass die Entwicklung des Kapitalmarktbegriffes mit dem Übergang von einem technisch-organisatorischen zu einem regelwerkorientierten Konzept allgemeiner der Entwicklung des Institutionenbegriffes gefolgt ist, für den ebenfalls die technisch-organisatorische Ausstattung nur noch für den innersten Kreis (der Institutionen) vorausgesetzt wird.¹⁹⁰ Letzteres meint dann bezogen auf das Kapitalmarktrecht vor allem die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden (unten V.). Teils wird sogar soweit gegangen zu betonen, dass neben die ökonomische Theorie der Finanzmärkte eine rechtliche treten müsse, um Finanzmärkte und ihre Dynamiken sinnvoll zu erfassen, eine „legal theory of finance“.¹⁹¹ Die – heute also auch im wörtlichen Sinne **kapitalmarktbildende – Institution Recht** ist freilich für einen Kommentar zum (Recht des) Investment Banking so zentral, dass sie nicht einmal „nur“ gleichberechtigt im Kreis der sonstigen Institutionen und Infrastruktur der

187 Implizit: Kämpel/Mülbart/Früh/Seyfried/Oulds Rn 10.48.

188 Geyer/Venn Ökonomische Prozesse – Globalisierung und Transformation: Eine institutionenökonomische Analyse aus der Perspektive des institutionellen Wandels und der Transaktionskostenökonomik, 2001, S. 89.

189 Morrison/Wilhelm Jr Investment Banking, S. 37 ff.; KölnKomm WpHG/Hirte/Heinrich Einl Rn 14 f.

190 Morrison/Wilhelm Jr Investment Banking, S. 88–92.

191 Pistor A legal theory of finance, 41 JCL 315 (2013); Pistor/Raiser/Gelfer Law and Finance in transition economies, 8 (2) Economics of Transition 325 (2000); Hodgson Observations on the legal theory of finance, 41 JCL 331 (2013); Beck/Demirgüç-Kunt/Levine Law and finance: Why does legal origin matter?, 31 JCL 653 (2003); in nuce schon Fama Banking in the theory of finance, 6 Journal of Monetary Economics 39 (1980).

Kapitalmärkte und des Investment Banking abzuhandeln ist, sondern in einem eigenen Abschnitt (vgl. daher näher unten 3. Abschnitt).

V. Regulierungs- und Aufsichtsagenturen

1. Nationale Ebene. Zwar ist Kapitalmarktrecht als die Regulierungsvorgabe für Investment Banking auch als **Aufsichtsrecht** zu sehen, teils wird es vor allem als solches gesehen.¹⁹² Vorliegend stehen jedoch die Wirkungen in den Privatrechtsverhältnissen im Vordergrund.¹⁹³ Die maßgeblichen Europäischen Rechtsakte unterscheiden nicht so, dass das Verhältnis beider zueinander zweifelsfrei wäre – insbesondere bei der Frage nach dem Bestehen von Haftungsansprüchen (näher unten Rn 141–143 und 8. Teil, Rn 273–279 und 305–307). Die **EG/EU-Rechtsakte geben heute vor:**

- dass eine **einzigste Verwaltungsbehörde** auf nationaler Ebene einzusetzen ist (Art. 31 Abs. 1 EU-ProspektVO, vorher Art. 21 Abs. 1 EG-Prospekt-Richtlinie [2003/71/EG], Art. 22 MAR und Art. 24 Abs. 1 EG-Transparenz-Richtlinie [2004/109/EG]), wenn diese auch Aufgaben delegieren darf;¹⁹⁴
- welche **Mindestbefugnisse** der nationalen Behörde eingeräumt werden müssen (einschließlich der Verwaltungsanktionen);
- einige Mindestgarantien innerhalb des Verwaltungsverfahrens, etwa hinsichtlich Vertraulichkeit und Geheimhaltung;
- die Pflicht und Einzelheiten zur **Zusammenarbeit** mit Aufsichtsbehörden anderer Mitgliedstaaten, auch von Drittstaaten und mit der ESMA (unten Rn 95f.).

Umgekehrt sind **nicht Europäisch vorgegeben** die weiterreichenden Befugnisse und der umfangreiche weitere verbleibende Bereich des Allgemeinen (und auch Besonderen) Verwaltungsrechts, vor allem jedoch die **Einsetzung der konkreten Aufsichtsbehörde**. In Deutschland ist seit 2002 die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Bonn¹⁹⁵ zuständig, sie löste das 1995 mit Verabschiedung des WpHG errichtete Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) in Frankfurt am Main ab.¹⁹⁶ Mithin folgte auf eine Stelle, die auf einen Bereich des Finanzrechts spezialisiert war (sektorale Aufsicht), eine für das Finanzwesen allgemein zuständige Aufsicht (Allfinanzaufsicht).¹⁹⁷

¹⁹² U. Schneider AG 2001, 269 (271).

¹⁹³ Für breitere Überblicke zur kapitalmarktrechtlichen Aufsicht vgl. etwa Veil/Walla EuKapmR § 11; Auerbach Banken- und Wertpapieraufsicht, Teil A Rn 1 ff.

¹⁹⁴ In der ersten Richtliniengeneration (unten Rn 101–108) wurde noch nur eine „zuständige Stelle“ gefordert, was auch private Akteure mit Hoheitsrechten umfasste. Wichtig war das namentlich beim Panel on Takeovers, das den insoweit in Europa führenden City Code on Takeovers implementierte. Heute muss bei der Delegation die Verantwortung durch die Verwaltungsbehörde übernommen werden, ist eine solche aber weiterhin an Beliehene möglich. Zu allem etwa Veil/Walla EuKapmR § 11 Rn 2f.

¹⁹⁵ Zu dieser allgemein etwa: Auerbach Banken- und Wertpapieraufsicht, Teil A Rn 1–20; Hagemeister Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, WM 2002, 1773; Fuchs WpHG Einl Rn 9–10; Weber-Rey, Horak Allfinanzaufsicht der BaFin überlebt Finanzmarktreform, VersR 2011, 452; vgl. auch Langner/Schmieszek Voraussetzungslose Auskunft von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) – Schrecken ohne Ende oder ein Ende mit Schrecken? WM 2016, 1723; Schäfer BaFin vs. BGH, BKR 2016, 321.

¹⁹⁶ Vgl. zu dieser etwa: Becker Die Reform der Finanzmarktaufsicht, DÖV, 2010, 909; Maune Staatliche Rechtsdurchsetzung im deutschen Kapitalmarktrecht: eine kritische Bestandsaufnahme, ZHR, 2016, 358.

¹⁹⁷ Hierzu, teils auch rechtsvergleichend zu den verschiedenen Modellen in der EU: Veil/Walla EuKapmR § 11 Rn 8–17; Manzei Rechtsvergleichende Betrachtung von Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen unter deutschem wie US-amerikanischem Aufsichtsrecht, WM 2009, 393; (mit kurzem Abschnitt zum Trennbankensystem in den USA) Baumann Einführung eines Trennbankensystems?, GWR 2013, 307; (zur Finanzaufsicht in Luxemburg) Brauckmann/Juncker Länderreport Luxemburg: Finanzaufsicht und Compliance, CB 2013, 53.

- 95 **2. Europäische Ebene.** Auch auf Europäischer Ebene folgten zwei Aufsichtsbehörden aufeinander (die erste eher bloße Konsultationsstelle), beide freilich mit – gegenüber der nationalen Ebene – deutlich anderer Schwerpunktsetzung bei den Aufgaben und Befugnissen: Ursprünglich wurde 2001 das Committee of European Securities Regulators (CESR) in Paris eingesetzt,¹⁹⁸ schon vom Namen her vor allem auf die Zusammenarbeit zwischen nationalen Aufsichtsbehörden ausgerichtet. CESR wurde 2010 durch die **European Securities and Markets Authority (ESMA)**¹⁹⁹ – ebenfalls in Paris – abgelöst, nunmehr eingesetzt qua Rechtsakt auf der Grundlage von Art. 114 AEUV,²⁰⁰ nicht nur Beschluss, und schon vom Namen her stärker Europäisch ausgerichtet, freilich letztlich in der Schwerpunktsetzung CESR nicht unähnlich – freilich unter Verstärkung der Integrationselemente und mit ungleich weiter reichenden Befugnissen. Anders als in Deutschland wurde hiermit auf Europäischer Ebene (derzeit) wieder für eine **sektorale Aufteilung** optiert.
- 96 Noch immer bzw. heute sind die **Aufgaben vor allem drei:** (i) ESMA ist ein „Regulator“ im angloamerikanischen Sinne, deswegen hat die Mitwirkung an der Durchführungsgesetzgebung besonderes Gewicht. Anders als im Falle von CESR ist diese **Mitwirkung an der Durchführungsgesetzgebung** nunmehr eine Zweigeteilte: Weiterhin ist ESMA im Rahmen der Durchführungsgesetzgebung der Kommission im Lamfalussy-Verfahren (unten Rn 138) zu konsultieren.²⁰¹ Damit soll nach Erw.grund 5 des maßgeblichen Ratsbeschlusses größere Kohärenz verbürgt werden (Mitverantwortung einer spezialisierten Behörde für das entstehende „Single Rulebook“), außerdem nach Erw.gründen 9–11 größere Transparenz, vor allem gegenüber Europäischem Parlament und Öffentlichkeit – obwohl die Konsultation keineswegs zwingend ist. Daneben tritt – 2010 als für Europa revolutionär empfunden – als zweite Form der Durchführungsrechtssetzung diejenige **durch ESMA selbst** und zwar in Form von Technischen Regulierungsstandards und Technischen Durchführungsstandards (jeweils mit Notwendigkeit eines Endorsement durch die EU-Kommission, jedoch mit unterschiedlich weitgehenden Änderungsmöglichkeiten),²⁰² außerdem in Form von eigenständigen Interpretationsleitlinien und -empfehlungen. Insgesamt soll durch diese Regeln und Leitlinien im Wege der vorweggenommenen Verwaltungspraxis Einheitlichkeit in der administrativen Anwendung im Einzelfall gefördert werden.

198 Beschluss 2001/528/EG der Kommission vom 6.6.2001 zur Einsetzung des Europäischen Wertpapierausschusses, ABl.EG 2001 L 191/45; Änderung durch Beschluss 2004/8/EG, ABl.EG 2004 L 3/33. Zu CESR allgemein etwa *Hupka* Kapitalmarktaufsicht im Wandel – Rechtswirkungen der Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR) im deutschen Kapitalmarktrecht, WM 2009, 1351.

199 Eingesetzt durch Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl.EU 2010 L 331/84; umfangreich geändert durch Verordnung (EU) 2019/2175 vom 18.12.2019, ABl.EU 2019 L 334/1). Zu ESMA allgemein etwa: *Weber-Rey*, Errichtung des Europäischen Finanzaufsichtsystems – Einbindung der nationalen Aufseher in die neuen EU-Aufsichtsstrukturen, AG 2011, 259–260; *Hitzer/Hauser* ESMA – Ein Statusbericht, BKR 2015, 52; *Walla* Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas – Grundlagen, erste Erfahrungen und Ausblick, BKR 2012, 265; *Auerbach* Banken- und Wertpapieraufsicht, Teil A Rn 22–36, Teil D Rn 234–236.

200 Zur Wirksamkeit der Errichtung auf dieser (Kompetenz-)Grundlage EuGH Urt. v. 22.1.2014 – Rs. C-270/12 *Vereinigtes Königreich ./. Parlament und Rat*, ECLI:EU:C 2018:18 = EuZW 2014, 349.

201 Grundlage hierfür ist: Beschluss 1999/468/EG des Rates vom 28.6.1999 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse, ABl.EG 1999 L 184/23; mehrfach geändert, konsolidierte Fassung durch Integration des Beschlusses 1999/468/EG des Rates und der Änderungen durch den Beschluss 2006/512/EG des Rates vom 17. Juli 2006 zur Änderung des Beschlusses 1999/468/EG zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse, ABl.EG 2006 L 200/11. Das Regelungsverfahren vor allem in Art. 5 und 5a.

202 Näher hierzu *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 882–898. Hinzu kommt die Kritik einerseits an einer zu weitgehenden Delegation von Rechtssetzungsmacht an die Aufsichtsbehörde, andererseits aber auch an der sektoralen Zersplitterung.

Die (ii) zweite zentrale Aufgabe der ESMA bildet die **Mitwirkung** und Überwachung der **Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden**, die in den einzelnen kapitalmarktrechtlichen Rechtsakten jeweils vorgesehen ist und vor allem einen intensiven Informationsaustausch zwischen diesen zum Gegenstand hat.²⁰³ Hierbei dient die ESMA auch als Plattform für eine Sammlung, etwa die Zusammenführung der Meldungen im Rahmen der Zulassung von Finanzinstrumenten, aber auch durch Registrierung nach Feststellung der nationalen Aufsicht zulässiger Marktpraktiken (Art. 4 Abs. 2 MAR bzw. Art. 7 Abs. 5 und 13 Abs. 9 und 11 MAR, vgl. unten 6. Teil Rn 346f. bzw. 387 und 503) und Bereitstellung dieser Übersichten auf der eigenen Homepage. Die Aufgabe einer Koordinierung der Zusammenarbeit überschneidet sich mit der Dritten, (iii) der der **punktuellen eigenen Aufsichtsentscheidungen**: Im Grundsatz besteht die Rolle der ESMA zwar allein darin, die Aufsichtstätigkeit der nationalen Aufsichtsbehörden zu beobachten und mit diesen zu diskutieren („Watch the Watchers“).²⁰⁴ **Gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden** hat ESMA freilich echte Entscheidungsbefugnisse in drei Fällen: in einem komplizierten Konsultationsverfahren, wenn eine nationale Aufsichtsbehörde auf einem Verstoß gegen EG/EU-Recht besteht; wenn in grenzüberschreitenden Fällen ein Streit zwischen nationalen Aufsichtsbehörden von diesen nicht ausgeräumt werden kann; und im Krisenfall. **Gegenüber Marktteilnehmern direkt** hat die ESMA Aufsichtsbefugnisse ebenfalls nur im Ausnahmefall, genauer: in eng umrissenen Sonderbereichen: namentlich gegenüber Ratingagenturen nach der EU-Rating-Verordnung, und zur Überwachung der Transaktionsregister nach der EMIR, in jüngerer Zeit auch im Rahmen der EU-Benchmark-Verordnung.²⁰⁵ Allgemein hat sie ein Recht zu warnen.

DRITTER ABSCHNITT Regelungsrahmen

Schrifttum

Vgl. Schrifttum zu Abschnitt 1.

Übersicht

<p>I. Regelungsregime und -entwicklung –
Europäisches und Deutsches Recht — 97</p> <p>1. Europäisches und Deutsches Recht –
ein Zusammenspiel — 97</p> <p> a) Keine Kodifikation, aber Europäisch-
 Deutscher Kernbestand — 97</p> <p> b) Orientierung primär an der
 Europäischen Entwicklung — 98</p> | <p>c) Überblick zu den Materien in der
 Europäischen und deutschen
 Rechtssetzungsentwicklung — 100</p> <p>2. Erste Regelungsgeneration bis zur
 Jahrtausendwende: vom Börsen- zum
 Kapitalmarktrecht — 101</p> <p> a) Drei Phasen (Europäisches)
 Kapitalmarktrecht — 101</p> |
|---|--|

²⁰³ Hierzu näher *Auerbach* Banken- und Wertpapieraufsicht, Teil A Rn 29–38; v. *Dannwitz* Europäisches Verwaltungsrecht, 2008, S. 637–639; *Moreiro González* Änderungen des normativen Rahmens der Komitologie, ZEuS 2003, 561 (564–574); *Szapiro* Comitologie – rétrospective et prospective après la réforme de 2006, RDUE 2006, 545 (550 f.).

²⁰⁴ Zu diesem Konzept und dem System direkter Entscheidungsbefugnisse gegenüber nationalen Aufsichtsbehörden im Ausnahmefall vgl. näher *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 982–983; *Veil/Walla* EuKapmR § 11 Rn 46; *Auerbach* Banken- und Wertpapieraufsicht, Teil A Rn 34.

²⁰⁵ Zur ESMA-(Direkt-)Aufsicht in diesen Sonderbereichen vgl. allgemein *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 983–985; *Walla* Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas, BKR 2012, 265 (269 f.); *Hitzer/Hausser* BKR 2015, 52 (53); und unten 6. Teil 4. Abschnitt.

b) Allgemeine Charakterisierung der <i>ersten</i> Richtliniengeneration (1989 bis ca. Jahrtausendwende) — 104 c) Die wichtigsten Einzelakte (Europäisch und deutsch) — 105 3. Erste Reformwelle (<i>zweite</i> Richtliniengeneration): Verbreiterung und Konsolidierung, Entwicklung eines flächendeckenden Kapitalmarktrechts — 109 a) Allgemeine Charakterisierung der <i>zweiten</i> Richtliniengeneration (Erstes Jahrzehnt) — 109 b) Die wichtigsten Einzelakte (Europäisch und deutsch) — 113 c) Etablierung der Gesamtarchitektur — 121 4. Zweite Reformwelle: Kapitalmarktrecht seit der Finanzkrise, Neujustierungen und Entwicklung eines Stabilitätsstranges — 122 a) Allgemeine Charakterisierung der <i>dritten</i> Richtlinien- und Verordnungsgeneration (seit der Finanzkrise) — 122 b) Die wichtigsten Einzelakte (Europäisch und deutsch) — 127	II. Auslegungs- und Anwendungsfragen mit spezifischem Bezug zum Investment Banking — 135 1. Europäische Auslegung und Ausgestaltung — 136 a) Europäisches Einheitsrecht (Grundfreiheiten und Verordnungen) — 136 b) (Vollharmonisiertes) Richtlinienrecht — 137 c) Lamfalussy-Ausführungsregeln und Rule Book — 138 d) Gespaltene Auslegung (Sonderauslegungsregeln für Strafrecht) — 139 2. Effet utile – Effizienz und ökonomisches Kalkül als Auslegungsleitlinie? — 140 3. Regulierung und Privatrecht — 141 a) Hauptfrage: Privatrechtliche Wirkung von Markt- und Institutsregulierung — 141 b) Annex: Private Ordnung — 144 4. Räumlicher und sachlicher Anwendungsbereich – Verweis — 145

I. Regelungsregime und -entwicklung – Europäisches und Deutsches Recht

1. Europäisches und Deutsches Recht – ein Zusammenspiel

- 97 a) **Keine Kodifikation, aber Europäisch-Deutscher Kernbestand.** Kapitalmarktrecht und – damit verbunden – die Rechtsgrundlage des Investment Banking sind unübersichtlich. Sie haben freilich nicht nur eine Grundstruktur, die sich aus den im 1. Abschnitt erörterten Funktionen ergibt – und aus denen sich die Untergliederung in drei (spezielle) Teile ergibt (Teile 6–8). Vielmehr haben sie auch ein „Grundgesetz“, das doch eine gewisse Struktur gibt: Das war auf nationaler Ebene das **WpHG**. Seit dem 3. Juli 2016 hat es sich diese Aufgabe mit einem Europäischen Rechtsakt zu teilen, der große Regelungsbereiche aus dem WpHG herausgenommen hat – die EU-Marktmisbrauchs-Verordnung („**MAR**“), so dass das „**Grundgesetz**“ des **Investment Banking heute** – die Verfasstheit Europas widerspiegelnd – **ein gemischt national-Europäisches** ist. Ein Testo Unico della Finanza – wie etwa in Italien – fehlt hingegen weiterhin. Die Herausnahme der MAR hat insofern **strukturell die Klarheit erhöht**, als jetzt jedenfalls ein Bereich, der sich funktional klar abhebt, einem (einzigen) Rechtsakt zugeordnet ist: das Recht der Marktintegrität – während es im WpHG doch tendenziell bei einem (um den genannten Bestand reduzierten, jedoch nicht straff geordneten) Sammelbecken des Sekundärmarktrechts bleibt (individuelle Kundenbeziehung, Organisation der Wertpapierdienstleister, Marktbetreiber und Marktsegmente, Sanktionen sowie natürlich Aufsichtsrecht und Zuständigkeitsbestimmungen für MAR und andere EU-Verordnungen), noch ergänzt um das Börsenrecht als einem (zwar klassisch klar getrennten, aber zunehmend angenäherten) Unterbereich des Primär- und heute vor allem Sekundärmarktrechts.

b) Orientierung primär an der Europäischen Entwicklung. Da aus heutiger Sicht das Kapitalmarktrecht und der regulatorische Teil des Investment *Banking*, jedenfalls jedoch die im Folgenden kommentierten **Rechtsakte weit überwiegend, heute ausschließlich Europäischen Ursprungs** sind,²⁰⁶ und da zudem die Europäische Entwicklung zweifelsohne treibend war für die Ausbildung eines breiten und ausdifferenzierten Kapitalmarktrechts in Deutschland, drängt es sich auf, primär eine Geschichte der Europäischen Entwicklung zu skizzieren. Die deutsche Entwicklung ist dann dreierlei: im Bezug auf die Europäischen Rechtsakte (i) Umsetzungs- oder Ausführungsgeschichte, teils (ii) Vorreiter (wie etwa beim Directors' Dealing, und 6. Teil Rn 110, 130) oder auch Variante, in geringem Teil auch (iii) gänzlich autonome Regulierung eines Europäisch nicht oder kaum geregelten Bereiches. Letzteres ist jedoch vor allem außerhalb des Investment Banking zu konstatieren, namentlich im grauen Kapitalmarkt, der zudem ein in Deutschland besonders ausgebildetes und gewichtiges Phänomen darstellt. Und selbst hier lehnt sich der deutsche Gesetzgeber bei der Regulierung der insoweit bedeutendsten Investitionsform, der Publikums-KG, im KAGB heute an Europäische Strukturen an, die sog. Alternativen Investmentfonds (vgl. oben Rn 77f.).

Diese Fokussierung auf die Europäischen Rechtsakte – und Darstellung der Deutschen erst 99 in diesem Rahmen – hat einen zweiten Vorteil oder Nebeneffekt. Die **Entwicklung wirkt ungleich geordneter**, mit weitgehend gleichbleibenden Namen, **vier (allenfalls fünf) großen „Richtlinien-Strängen“**, deren Einteilung zudem sofort „einleuchtet“, weil sie überwiegend überzeugend **funktional voneinander abgegrenzt** erscheinen, die teils zuletzt in EU-Verordnungen überführt wurden und im Wesentlichen alle inzwischen in **drei „Generationen“** vorliegen. Die Generaltendenz ist die einer Novellierung im 10–15-Jahres-Rhythmus und einer **stetigen Verbreiterung und Vertiefung**: einer Verbreiterung vor allem von den erfassten Märkten und Instrumenten her (vom Börsenmarkt bis hin zum organisierten Handelssystem und der systematischen Internalisierung bzw. vom Wertpapier bis hin zum Finanzinstrument, vgl. oben Rn 66–78 bzw. 79–91), jedoch durchaus auch hinsichtlich der regulierten und/oder inkriminierten Handlungen (etwa Marktmanipulation, Leerverkäufe, Benchmark-Schaffung, die alle im Laufe der Zeit hinzu traten); einer Vertiefung durch die zunehmende Wahl der Vollharmonisierung, inzwischen auch der EU-Verordnung als Regelungsansatz, in beiden Fällen schon seit der Jahrhundertwende stark gefördert durch die Einführung von Durchführungsverordnungen (Lamfalussy-Reglungsarchitektur, oben Rn 96 und unten Rn 138). In diesem Einleitungsteil werden dabei **(nur) die großen Linien** vorgestellt, zu den einzelnen Rechtsakten folgen Vertiefungen.²⁰⁷

c) Überblick zu den Materien in der Europäischen und deutschen Rechtssetzungsentwicklung. In der Übersicht ergibt sich das **Zusammenspiel** folgender – hervorstechender – **Rechtsakte auf Europäischer und deutscher Ebene** (die im Folgenden nicht kommentierten Rechtsakte zu Investmentfonds werden nur erwähnt, nicht nummeriert):

²⁰⁶ Diese Aussage gilt für die Überschneidungsmenge zwischen Investment Banking und Kapitalmarktrecht, aber auch für das gesellschaftsbezogene Kapitalmarktrecht (6. Teil Abschnitt 5), und ganz besonders für das bankbezogene Kapitalmarktrecht (Rest der Teile 6–8), aber auch Aufsichtsrecht.

²⁰⁷ Einzelne Kurzabrisse zur Rechtsetzungsentwicklung des Prospektrechts unten 6. Teil Rn 71–81, des Insiderrechts bzw. der Ad-hoc-Publizität unten 6. Teil Rn 360–362 bzw. 517 und des Rechts der Marktmanipulation bzw. des Directors' Dealing unten 6. Teil Rn 461–463 bzw. 560 sowie zur MAR insgesamt unten 6. Teil Rn 292–296. Weitere Kurzabrisse zur Rechtsetzungsentwicklung des Börsenrechts unten Rn 102f. und des WpHG insgesamt bzw. seiner Wohlverhaltensregeln der §§ 63ff. WpHG unten 8. Teil bzw. seiner Organisations- und Marktregeln in §§ 80ff. WpHG im 7. Teil.

5. Teil – Gesamtsystem Investment Banking Funktionen, Strukturen, Regelungsregime

Zeitraum	EG/EU-Recht	Materie (überwiegend autonome Setzungen im deutschen Recht kursiv)	Deutsches Recht (Umsetzung, <i>überwiegend autonome Setzungen kursiv</i>)
<p>1. Phase 1989–1993</p>	<p>1. EG-Verkaufsprospekt-Richtlinie 89/298/EWG (unten Rn 105)</p> <p>2. EG-Insiderhandels-Richtlinie 89/592/EWG (unten Rn 106)</p> <p>3. Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie 93/22/EG (unten Rn 107)</p>	<p>Ausdehnung der Prospektpflicht und gegenseitigen Anerkennung auf alle öffentlichen Wertpapierangebote</p> <p>Einführung der Insiderverbote, mit Einschränkungen für Sekundärinsider, und einer Ad-hoc-Publizitätspflicht für den geregelten Markt</p> <p>Einführung umfangreicher Aufklärungs- und Beratungsgebote sowie Organisationspflichten für Wertpapierdienstleister (im Wertpapierhandel)</p>	<p>Umsetzung durch Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz vom 13.12.1990 (unten Rn 108)</p>
<p>1994–2000</p>			<p>Umsetzung der Insiderhandels- und der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie mit Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) vom 26.7.1994 (unten Rn 108) – mit <i>Erstreckung der Insiderverbote auf Freiverkehr</i>.</p>
<p>2. Phase 2001–2002</p>	<p>1. Konsolidierte EG-Börsenrechts-Richtlinie 2001/34/EG (unten Rn 113)</p>	<p>Zusammenfassung (Kodifizierung) und Modernisierung der börsenrechtlichen EG-Richtlinien</p> <p>– <i>Vorwegnahme eines Marktmanipulationsverbots, einer Registrierungspflicht von Directors' Dealing, zu weiteren – autonom verantworteten – Gehalten</i> unten Rn 119</p>	<p>1. Viertes Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.6.2002 (unten Rn 119) (<i>zu autonomen Gehalten bei Haftung, Finanzanalyse und Finanztermingeschäften</i> vgl. unten Rn 119)</p>
<p>2003–2004</p>	<p>2. Marktmissbrauchs-Richtlinie 2003/6/EG (MAD I) (unten Rn 114)</p> <p>3. Allgemeine EG-Prospekt-Richtlinie 2003/71/EG (unten Rn 115)</p>	<p>Erstreckung aller Insiderverbote auch auf Sekundärinsider, Registrierung aller Geschäfte von Primärinsidern (Directors' Dealing) und Erweiterung um das Marktmanipulationsverbot als zweitem Strang eines breiten Marktintegritätsrechts</p> <p>Zusammenlegung der allgemeinen und der Börsen-Prospektpflicht und -haftung (mit nunmehr ausnahmsloser EU-weiter gegenseitiger Anerkennung)</p>	
	<p>4. EG-Finanzinstrumente-Richtlinie 2004/39/EG (MiFID I) (unten Rn 116)</p> <p>5. EG-Transparenz-Richtlinie 2004/109/EG (unten Rn 117)</p> <p>6. EG-Übernahme-Richtlinie 2004/25/EG (unten Rn 118)</p>	<p>Weitere Ausdifferenzierung von Wohlverhaltens- und Organisationsregeln sowie Execution Only, Regulierung konkurrierender Handelsplattformen</p> <p>Einführung der Folgepublizität in Form von Beteiligungstransparenz und Finanz- und Zwischenberichtserstattung sowie allgemeine Regeln</p> <p>Einführung Übernahmeregime mit Pflichtangebot und (teils optionaler) Neutralitätspflicht und Durchbruchregel</p>	<p>2. Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004 (unten Rn 120): Umsetzung der Vorgaben der MAD I (mit Anpassung der vorab im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz eingeführten Instrumente und Anknüpfung der Ad-hoc-Publizitätspflicht direkt an das Konzept der Insiderinformation)</p>

Zeitraum	EG/EU-Recht	Materie (überwiegend autonome Setzungen im deutschen Recht kursiv)	Deutsches Recht (Umsetzung, <i>überwiegend autonome Setzungen kursiv</i>)
2005–2008		<ul style="list-style-type: none"> – Nachvollzug der Zusammenlegung aller Prospektpflichten und -haftungstatbestände für Finanzinstrumente i.S.v. MiFID – Umsetzung der Transparenz-Richtlinie durch Einfügung von §§ 21 ff., 37v ff. WpHG a.F., heute §§ 33 ff., 114 ff. WpHG – Umsetzung von MiFID I durch Überarbeitung und Ergänzung der §§ 31 ff., 33 ff. und Einfügung von §§ 31d, 31f–32 WpHG a.F.; heute §§ 63 ff., 80 ff. und §§ 70, 72–79 WpHG jetzt unmittelbar wirkend Titel II der Durchführungs-VO (EU) Nr. 699/2014; außerdem Neufassung des BörsG – Anpassung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes vom 20.12.2001 an die viel weitergehenden Anforderungen der EG-Übernahme-Richtlinie (doch nur eingeschränkte Neutralitätspflicht und fakultative Übernahme der Durchbruchregel) 	<p>3. Wertpapierprospektgesetz (WpPG) vom 22.6.2005 (unten Rn 120) <i>(fast) zeitgleich Einführung einer Prospektpflicht auch im grauen Kapitalmarkt, zu dessen weiterer Regulierung 6. Teil Rn 208, 213</i></p> <p>4. Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz vom 20.1.2007 (unten Rn 120)</p> <p>5. Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (unten Rn 120)</p> <p>6. Wertpapierübernahmegesetz i.d.F. des Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 8.7.2006 (unten Rn 120)</p>
3. Phase 2008–2012	<p>[OGAW-IV-Richtlinie 2009/65/EG]</p> <p>1. (Novelle) EU-Wertpapierprospekt-Richtlinie 2010/73/EU (unten Rn 128)</p> <p>2. EU-Leerverkaufs-Verordnung (EU) 236/2012 (unten Rn 131)</p>	<p>[Neufassung der] Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für hochregulierte, sog. „offene“ Investmentfonds</p> <p>Erweiterung der Ausnahmen von der Prospektpflicht und Wirksamkeit von Prospekten sowie Förderung einheitlicher Anwendung</p> <p>Registrierungspflicht und teils inhaltliche Beschränkung (oder Verbotsvorbehalt) für Leerverkäufe, Letzteres vor allem für die ungedeckte Form</p>	<p>OGAW-IV-Umsetzungsgesetz vom 22.6.2011</p> <p>Umsetzungsgesetz vom 26.6.2012 (unten Rn 133)</p> <p>2. und 3.: Aufgrund Wahl von EU-Verordnung als Rechtsform jeweils keine Umsetzung außer Zuständigkeitsbestimmungen (dazu unten Rn 134)</p>
	<p>[AIFM-Richtlinie 2011/61/EU]</p> <p>3. EU-OTC-Derivate-Verordnung (EMIR) (EU) 648/2012 (unten Rn 131)</p> <p>4. (Novelle) EU-Transparenz-Richtlinie 2013/50/EU (unten Rn 128)</p>	<p>Harmonisierung der Anforderungen an natürliche und juristische Personen, die mit Verwaltung und Administration alternativer Investmentfonds betraut sind</p> <p>Pflicht, OTC-Derivate zu registrieren, in vielen Fällen nur über zentrale Gegenparteien einzugehen, die selbst Aufsichtsanforderungen unterliegen; flankierend Wohlverhaltensregeln.</p> <p>Abschaffung der Verpflichtung zur Quartalsberichterstattung, die auch Mitgliedstaaten nicht beibehalten dürfen, außer reine Finanzinformatio-</p>	<p>AIFM-Umsetzungsgesetz vom 4.7.2013, AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz vom 18.12.2013 und Derivateverordnung vom 16.7.2013</p> <p>Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 20.11.2015 (unten Rn 137)</p>

5. Teil – Gesamtsystem Investment Banking Funktionen, Strukturen, Regelungsregime

Zeitraum	EG/EU-Recht	Materie (überwiegend autonome Setzungen im deutschen Recht kursiv)	Deutsches Recht (Umsetzung, <i>überwiegend autonome Setzungen kursiv</i>)
		nen, weil SMEs übermäßig belastet würden, und Verlängerung der Frist für Abgabe des Halbjahresberichts auf 3 Monate (zur Qualitätssteigerung). Bessere Erfassung von mittelbaren Erwerbsrechten an Aktien. Sonderregeln für Rohstoffsektor (Holz etc.).	
2013–2019	<p>5./6. EU-Marktmisbrauchs-Verordnung (MAR) (EU) 596/2014 und EU-Marktmisbrauchs-Richtlinie II (MAD II/CrimMAD) 2014/57/EU (unten Rn 129)</p> <p>7./8. EU-Finanzmarkt-Richtlinie II (MiFID II) 2014/65/EU (unten Rn 130) und Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) 600/2015</p> <p>9. CSD-Verordnung 909/2014</p> <p>10. PRIIP-Verordnung 1286/2014</p> <p>11. EU-Benchmark-Verordnung (EU) 2016/1011 (unten Rn 132)</p> <p>12. EU-Prospekt-VO 2017/1129</p> <p>Zu 3. EMIR-Reform vor allem durch VO (EU) 2019/834</p>	<p>Überführung der Gehalte von MAD I (Insiderverbote, Marktmanipulationsverbote, Ad-hoc-Publizität, Directors' Dealing) in Verordnungsform und harmonisierende Vorgaben für Strafen/ Ordnungswidrigkeiten (unten Rn 129)</p> <p>Modernisierung der Gehalte von MiFID I (Wohlverhaltensregeln, Ausführungs- und Organisationsregeln, Marktbetreiberregeln); ergänzt um stärker technische VO-Regeln (näher zu den Neuerungen 8. Teil, bes. Rn 8)</p> <p>Vereinheitlichung von Wertpapierlieferungen und -abrechnungen und der Vorschriften über Zentralverwahrer (8. Teil)</p> <p>Vereinheitlichung der Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (8. Teil Rn 109, 178–183)</p> <p>Organisatorische Vorkehrungen und Transparenzanforderungen an die Bestimmungen öffentlicher Benchmarks</p> <p>Überführung der Gehalte der EU-Wertpapierprospekt-RL (oben 1.) in Verordnungsform, u.a. unter erheblicher Anhebung der Eingangsschwelle und bei Beibehaltung der nationalen Prospekthaftungsregime (unten Rn 133)</p> <p>Abbau regulatorischer Bürden vor allem für nicht-clearingpflichtige Unternehmen der Realwirtschaft</p>	<p>Aufgrund Wahl von EU-Verordnung als Rechtsform keine Umsetzung außer Zuständigkeitsbestimmungen (§§ 4, 12 ff. WpHG a.F., heute §§ 6 ff. und 26 ff. WpHG, allerdings meiste Gehalte überführt in MAR)</p> <p>Zu CrimMAD: Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz vom 30.6.2016 (u.a. §§ 38 ff. WpHG a.F., heute §§ 119 f. WpHG) (gespaltene WpHG-Umsetzungsnovelle)</p> <p>Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz vom 23.6.2017 (gespaltene WpHG-Umsetzungsnovelle) (unten Rn 133) bzw. keine Umsetzungsnotwendigkeit</p> <p>9.–12.: Aufgrund Wahl von EU-Verordnung als Rechtsform keine Umsetzung (außer Zuständigkeitsbestimmungen)</p>

2. Erste Regelungsgeneration bis zur Jahrtausendwende: vom Börsen- zum Kapitalmarktrecht

a) Drei Phasen (Europäisches) Kapitalmarktrecht. Jede Phaseinteilung ist zugleich Interpretation der Entwicklung. Für die **vorliegende Einteilung sind entscheidend die (vier, ggf. fünf) (EG/EU-)Hauptrechtsakte und deren Entwicklung**, namentlich ihre Fortentwicklung in (drei) Richtliniengenerationen – eine jede durchaus auch mit klaren inhaltlichen Entwicklungsschritten.²⁰⁸ Sie scheinen mir die legislative Phaseinteilung zu präjudizieren. Dass dann Durchführungsrechtsakte zu jedem der Hauptrechtsakte hinzutreten, ist für die großen Linien – die Phasen – offensichtlich nicht wirklich von Belang (und sie werden auch erst im jeweiligen konkreten Kontext eingeführt). Doch auch einzelne Rechtsakte, die neben die Hauptrechtsakte treten, um erkannte Lücken zu füllen – dies ist namentlich in der dritten, der Nachkrisenphase der Fall – ist nicht von solchem Gewicht, dass das den Hauptbefund ändern sollte. Vielmehr wäre über eine funktional stimmige Zuordnung zu den Hauptrechtsakten – oder gar Integration in diese – nachzudenken. Bei der Benchmark-Verordnung ist beispielsweise die Nähe zum Recht der Marktmanipulation – historisch und inhaltlich – nur allzu deutlich.²⁰⁹ Zudem fallen diese Ergänzungen ohnehin zeitlich in die Verhandlungs- bzw. Umsetzungsphase der dritten Generation der Hauptrechtsakte. Zuzugeben ist freilich, dass mit EMIR und EU-Leerverkaufs-Verordnung zwei Rechtsakte durchaus auch neue Funktionen erschließen, namentlich eine Dimension der Markt- und Systemstabilität prominent ausgebildet wird (näher unten 6. Teil 4. Abschnitt).

Wenn man den **Beginn der ersten Phase** des modernen (Europäischen und deutschen) Kapitalmarktrechts in den **späten 1980er Jahren** verortet, so werden damit folgende Aussagen getroffen: Vorher gab es zwar bereits als voll entwickeltes (freilich eher enges) Rechtsgebiet ein differenziert ausgebildetes **Börsenrecht**, im deutschen Recht bereits seit 1896 mit der Verabschiedung des Börsengesetzes, auf EG/EU-Ebene seit den späten 1970er Jahren: Mit der Börsenzulassungs- und der Börsenprospekt-Richtlinie von 1979²¹⁰ mit ihren harmonisierenden Vorgaben, jedoch vor allem auch mit ihren ersten Anerkennungsvorgaben (etwa für in einem Mitgliedstaat geprüfte und zugelassene Prospekte) war der erste Schritt zu einer Europäisierung durchaus bereits getan, hier nun des Börsenrechts. Schon zu dieser Zeit war freilich anerkannt, dass dieser Zuschnitt viel zu punktuell war – trotz der (herausragenden) relativen Bedeutung der Börsen in der Praxis und hinsichtlich der Transaktionsvolumina (zu Zahlen oben Rn 55).

208 Fünf Phasen bildet *Veil/Veil* EuKapmR § 1 Rn 1ff. aus (mit weiteren Zwischenschritten), allerdings eher nur Andeutung eines Leitkriteriums. Weitere Einteilungen etwa bei *Zetzsche* Enzyklopädie Europarecht, Bd. 6, § 7 Rn 79 ff.; *Lutter/Bayer/Schmidt* Europäisches Unternehmensrecht, § 14 Rn 16 ff.; schöner geschichtlicher Abriss der Kapitalmarktrechtsentwicklung auch bei *Binder/Broichhausen* ZBB 2006, 85.

209 Historisch der LIBOR/EURIBOR-Skandal, ein Marktmanipulationsskandal, der Auslöser für die Erarbeitung der EU-Benchmark-Verordnung (EU) 2016/1011 war: vgl. 1. Erw.grund der VO sowie *Spindler* Der Vorschlag einer EU-Verordnung zu Indizes bei Finanzinstrumenten (Benchmark-VO), ZBB 2015, 165. Doch auch inhaltlich zielt die akribische prozedurale Absicherung der Benchmarks auf eine bessere Durchsetzung des Marktmanipulationsverbots (sowie eine Zurückdrängung von Interessenkonflikten) ab: *Spindler* aaO.

210 Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. 1979 L 66/21; Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist ABl. 1980 L100/1; zu diesem ersten Schritt der börsenrechtlichen Harmonisierung: *Lutter* Europäisches Unternehmensrecht, 3. Aufl. 1991, S. 77 f.; *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, 1. Aufl. 2004, Rn 119 ff.

103 In der wissenschaftlichen Diskussion war längst geklärt, dass das Börsenrecht nur Teil sein konnte – in Vielem vorbildhafter Teil – für ein **allgemeines Kapitalmarktrecht**.²¹¹ Erst ein solches ist wirklich Grundlage für ein Recht des Investment Banking, das über ein Börsenrecht hinausgeht und das Unternehmensrecht und das Recht der Finanzmärkte funktional miteinander verklammert. Dieser Schritt – hin zu einem allgemeinen Kapitalmarktrecht – wurde gesetzgeberisch – zuerst auf Europäischer Ebene, bald danach umgesetzt und nachvollzogen auf nationaler Ebene – **ab 1989** getan (kurz bevor noch wichtigere „Zäune“ fielen). Für Deutschland bedeutete dieser Schritt nicht nur den Einstieg in ein breites Kapitalmarktrecht – das es ohne die EG/EU so wohl nicht gegeben hätte –, sondern auch den Beginn einer seitdem äußerst dynamischen, ja hektischen und teils auch unübersichtlichen Gesetzgebungstätigkeit. Das 1994 prominent in die Debatte geworfene Schlagwort von der „Aktienrechtsreform in Permanenz“ – im Gegensatz zur Rechtsentwicklung in den Jahrzehnten zuvor – könnte ebenso gut auf das Kapitalmarktrecht bezogen werden.²¹²

104 b) Allgemeine Charakterisierung der ersten Richtliniengeneration (1989 bis ca. Jahrtausendwende). Dieser Schritt zu einem allgemeinen Kapitalmarktrecht bedeutet vor allem dreierlei: (i) eine Ausweitung im Anwendungsbereich – Erfassung weiterer Marktsegmente und bald auch Anlageinstrumente –; (ii) eine Verbreiterung der Regulierungsinstrumente – von den standardisierten (primärmarktrechtlichen) Publizitätspflichten, also einem Teil der Informationsfunktion, hin zu einem ganzen Strauß von Instrumenten (standardisierte Publizitätspflichten auch im Sekundärmarkt, individualisierte Aufklärungs- und Beratungspflichten, Marktintegritätspflichten) –; und schließlich, mit dem Zweiten zusammenhängend, (iii) eine Ausweitung von einer vor allem primärmarktrechtlichen Regulierung hin zu einer primär- und sekundärmarktrechtlichen Regulierung. Selbst die Formen der standardisierten Publizität (bisher Börsenprospekt) werden nicht nur auf weitere Märkte erstreckt, sondern ausdifferenziert. Insbesondere die Ad-hoc-Publizität tritt als sog. Folgepflicht auf dauerhafter Basis (nach Zulassung bzw. Markteinführung) hinzu, später ergänzt um die Finanz- und Zwischenberichtspflicht und die Beteiligungstransparenz. Für all dies stehen die EG-Rechtsakte von 1989, bald gefolgt von einem dritten wichtigen in 1993:

105 c) Die wichtigsten Einzelakte (Europäisch und deutsch). aa) Für diese Neubegründung des Kapitalmarktrechts – Erweiterung, Auffächerung, Ausbildung von Phasen der Marktanspruchnahme – stehen vor allem die beiden **EG-Rechtsakte** von 1989, die neben den bereits genannten Strang von EWG-Börsenrechts-Richtlinien (oben Rn 102) treten, dies als zweiter und dritter Strang (wobei die neuen Stränge in der Folge den Kern des börsenrechtlichen Stranges in sich aufnehmen und diesen solchermaßen auszehren werden): Dies ist zum einen die Erweiterung und Ergänzung der Börsenprospektspflicht um eine **allgemeine Prospektspflicht** bei jedem

211 Bahnbrechend in Deutschland *Hopt* Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken; *ders.* Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? (dargestellt unter besonderer Berücksichtigung der Publikumpersonengesellschaften, namentlich der Abschreibungsgesellschaften und geschlossenen Immobilienfonds), Gutachten G, 51. DJT 1976, G1-G133; *ders.* Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, ZHR 140 (1976) 201 und 141 (1977) 389; *Schwarck* Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht – Entwicklungslinien, Prinzipien und Fortbildung des Anlegerschutzes, zugleich ein Beitrag zur Überlagerung bürgerlich-rechtlicher Regelung und gewerbepolizeilicher Überwachung durch Wirtschaftsrecht, 1979; auch schon *Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich* Abschreibungsgesellschaften, Kapitalmarkteffizienz und Publizitätszwang – Plädoyer für ein Vermögensanlagegesetz, ZHR 138 (1974), 1.

212 *Zöllner* Aktienrechtsreform in Permanenz – Was wird aus den Rechten des Aktionärs? AG 1994, 336; 2004 aufgenommen für das Kapitalmarktrecht etwa von *Spindler* NJW 2004, 3449 (zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz).

„öffentlichen Angebot“ von Wertpapieren mit der EG-Wertpapierprospekt-Richtlinie.²¹³ Während damit der Emissionsprospekt zur allgemeinen Informationsgrundlage – zum Kerninstrument der Informationsfunktion – wird und dies von Anfang an mit einem sehr breiten Anwendungsbe- reich – nicht nur im amtlichen Börsenhandel, gefolgt von sonstigen hoheitlich geregelten und überwachten Märkten, sondern ganz allgemein bei jedem öffentlichen Angebot von Wertpapie- ren –, war dieser erste Schritt doch in einem Punkt noch „in alten Strukturen verhaftet“: Es wur- de noch nicht für ein Regime in einem einzigen Rechtsakt oder gar für ein weitgehend auch in- haltlich vereinheitlichtes Regime des Prospektrechts – für alle Prospekte – optiert, sondern der neue Rechtsakt trat neben die EWG-Börsen-Richtlinien, das Prospektregime war also bis Anfang des nächsten Jahrtausends (auch) auf EG-Ebene ein zweispuriges.

Ähnlich wichtig wie die Ausweitung des Prospektregimes, inhaltlich sogar noch ungleich **106** umstrittener, war die Verabschiedung der **EG-Insiderhandels-Richtlinie**.²¹⁴ Das Verbot an sich war konzeptionell umstritten, vor allem jedoch fürchtete man bei einem gesetzlichen Verbot und bei einer parallelen gesetzlichen Festschreibung einer Pflicht zur Ad-hoc-Publizität eine Überre- gulierung (vgl. unten 6. Teil Rn 517–819). Als der Widerstand – namentlich in Deutschland – im April 1989 gebrochen war, war damit der Weg frei für die nächsten beiden Stränge – neben der prospektrechtlichen Primärmarktpublizität: Mit dem Insiderrecht war das erste Kernstück, bis heute das wohl prägendste, für ein Recht der **Marktintegrität** geschaffen, mit dem vor allem Fairness in Märkten gefördert und so das (relativ diffus bleibende) Anlegervertrauen gefestigt werden sollte – so das Kernziel nach dem 4. und 5. Erw.grund der Ins-RL. Zugleich wurde mit Art. 6 der Richtlinie ein erstes Instrument der **Folgepublizität** als ein Allgemeines etabliert, die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, die nunmehr wiederum über das Börsenrecht hinaus Anwendung finden sollte (dazu, dass in diesem Instrument ein Präventivinstrument gegen Insiderhandel *und* ein Teil der Folgepublizität zu sehen ist und welcher Aspekt prägend ist, unten 6. Teil Rn 518–520).

Der dritte große Rechtsakt der Gründungsphase des (Europäischen) Kapitalmarktrechts **107** folgte 1993 und bildet am stärksten das **„Herz“ des Investment Banking, die EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie**.²¹⁵ Mit ihr wurde die individuelle Kundenbeziehung im Wertpapierhandel nicht nur umfangreichen neuen Regeln unterworfen, namentlich der umfas- senden Aufklärung über die Werthaltigkeit, aber auch über die individuelle Geeignetheit des Anlageinstruments (kundengerechte Aufklärung mit der know-your-customer-rule, „Angemes- senheit“), sondern wurde die Einhaltung dieses Regimes auch einer aufsichtsrechtlichen stren- gen Überprüfung unterworfen. Gleiches gilt für umfangreich neu eingeführte Anforderungen an die innere Organisation des Wertpapierdienstleisters, die Interessenkonflikte zurückdrängen und eine regelgerechte Ausführung der Kundenorder sowie die Absicherung seiner Eigentums- rechte befördern sollten.

bb) Die **Umsetzung in deutsches Recht** erfolgte im Prospektrecht, wo vom Börsenrecht her **108** die Strukturen bekannt waren, sehr zügig, im **Wertpapier-Verkaufprospektgesetz** vom 13.12.1990,²¹⁶ so dass im deutschen Recht die Zweispurigkeit aus dem EG-Recht beibehalten wur- de. Eine zentrale Neuerung brachte insoweit das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz mit der

213 Richtlinie 89/298/EWG des Rates vom 17. April 1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, ABL.EG 1989 L 124/8.

214 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte, ABL.EG 1989 L 334/30.

215 Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABL.EG 1993 L 141/27.

216 Gesetz über Wertpapier-Prospekte und zur Änderung von Vorschriften über Wertpapiere – Artikel 1 Wertpapier-Verkaufprospektgesetz (VerkaufprospektG) – vom 13.12.1990, BGBl. 1990 I, S. 2749; konsolidierte Fassung vom 9.9.1998 BGBl. 1998 I, S. 2701.

Einführung einer aufsichtlichen Prüfung der Prospekte (damals durch das BaWe, heute die BaFin).²¹⁷ Umgekehrt wurden die Insiderverbote und die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität (EG-Insiderhandels-Richtlinie) erst gemeinsam mit den neuen Aufklärungs-, Beratungs-, und Organisationsregeln zum Wertpapierhandel (EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie) umgesetzt, dieses unter Anlage eines neuen „Basisrechtsakts“ oder „Grundgesetzes“, des **Wertpapierhandelsgesetzes** von 1994.²¹⁸

3. Erste Reformwelle (*zweite Richtliniengeneration*): Verbreiterung und Konsolidierung, Entwicklung eines flächendeckenden Kapitalmarktrechts

109 a) Allgemeine Charakterisierung der zweiten Richtliniengeneration (Erstes Jahrzehnt).

Die zweite Phase – zugleich eine erste „Reformwelle“, die 2003–2004 in nicht einmal zwei Jahren das bestehende Europäische Kapitalmarktrecht rundum erneuerte – ist gekennzeichnet durch eine **erhebliche Ausweitung – hin zu einem flächendeckenden Europäischen Kapitalmarktrecht** –, aber auch durch vielfache inhaltliche Überarbeitung und **Neujustierung bestehender Instrumente** („zweite Auflage“).

110 Die erhebliche Ausweitung bedeutet zunächst eine **Erschließung neuer Felder**: Zu den Insiderverboten treten jetzt Präventivregeln, namentlich die Registrierungspflicht aller Geschäfte von Primärinsidern („Directors’ Dealing“), die die Insiderinformation meist als erste erhalten und bei denen Insiderhandel daher besonders wahrscheinlich ist. Und neben die Insiderverbote tritt mit den Marktmanipulationsverboten eine zweite Kategorie von Verstößen gegen die Marktintegrität („Marktmissbrauch“), von eklatanten Eingriffen in das Anlegervertrauen (alles **MAD I**). Die Folgepublizität wird jetzt mit der EG-Transparenz-Richtlinie voll ausdifferenziert: Neben die anlassbezogene Ad-hoc-Publizität tritt eine spezielle Form derselben, die Melde- und Veröffentlichungspflicht erheblicher Änderungen in der Beteiligungsstruktur (Beteiligungstransparenz), und die periodische Finanz- und Zwischenberichtspflicht (**EG-Transparenz-Richtlinie**). Gänzlich neu ist auch die Idee, verschiedene Marktsegmente (Handelsplätze) Mindeststandards zu unterwerfen, zugleich jedoch zwischen ihnen solchermaßen Konkurrenz zu eröffnen (**MiFID I**). Schließlich ist die **EG-Übernahme-Richtlinie** mit ihrem Pflichtangebot und der Neutralitätspflicht und Durchbruchregel in diesem Zusammenhang zu nennen, die zwar für das Kapitalmarktrecht eher nur einen Sonderfall, nicht breit das allgemeine kapitalmarktrechtliche Geschäft betrifft, die jedoch umgekehrt überragend wichtig und in mehrfacher Hinsicht paradigmatisch ist (dazu sogleich noch Rn 118).

111 Das Europäische Kapitalmarktrecht wird flächendeckend in dieser zweiten Phase nicht nur vom Fächer der Instrumente her (vorige Rn), sondern auch in den Eckpunkten **des (sachlichen) Anwendungsbereichs**. In dieser Phase wird der Grund dafür gelegt, dass alle **organisierten öffentlichen Märkte** einbezogen sind (vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 MiFID I und weitere Ausweitung der erfassten Märkte in den anderen Rechtsakten), für die sogar bewusst eine Wettbewerbsordnung etabliert wird (mit auch grds. gleichwertigen Basisanforderungen), und dass zugleich auch alle **zirkulierungsfähigen Anlageinstrumente** und Instrumente einbezogen werden, deren Entwicklung die Kurse solcher zirkulierungsfähiger Instrumente beeinflusst (all dies unter dem neuen Begriff des „Finanzinstruments“, Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 i.V.m. Anh. I Abschnitt C MiFID I).

217 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 24.3.1998, BGBl. 1998 I, S. 529.

218 Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), Art. 1 des Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26.7.1994, BGBl. I S. 1749 i.d.F. des Gesetzes vom 9.9.1998, BGBl. I S. 2708, zuletzt geändert durch Gesetz vom 30.6.2016, BGBl. I, S. 1514). Zu diesem Akt als effektenrechtliches „Grundgesetz“ unten 6. Teil Rn 281 und 8. Teil Rn 1–16.

Auch die **Modelle bereits eingeführter Instrumente** änderten sich nicht unerheblich. Neben die Ausweitung in Instrumenten und Anwendungsbereich tritt also der **Reformaspekt**. Zentrale Beispiele bilden die Klärung, dass neben das Beratungsmodell – für hinreichend informierte Anleger – auch ein Modell des Execution Only tritt, oder ein ausgefeiltes Regime des Best Execution (der bestmöglichen Ausführung), in dem Anbieter ihre Modelle transparent machen und periodisch evaluieren und die Ergebnisse aufdecken müssen (alles MiFID I). Auch wird jetzt der Sekundärsinsider allen Insiderverböten, auch dem Weitergabe- und Empfehlungsverbot, unterworfen und überhaupt die Struktur der Insiderverböte (personell) geklärt (MAD I). Weitere Beispiele finden sich in den einzelnen Teilen. **112**

b) Die wichtigsten Einzelakte (Europäisch und deutsch). aa) Den Auftakt auf **Europäischer Ebene** macht dasjenige Richtlinienpaar, das in der Gründungsphase des europäischen Kapitalmarktrechts in den 1980er und 1990er Jahren unverändert und unberührt geblieben war: Mit der **Konsolidierung in der EG-Börsen-Richtlinie**,²¹⁹ in der alle bisherigen EWG-Richtlinien zum Börsenrecht aufgingen, schien die erste kleine Kodifikation erreicht: mit einer systematischen Auffächerung aller Pflichten (Zulassungspflicht, Prospektpflicht und -haftung, Folgepublizität in den verschiedenen Formen, auch manche Einzelregeln zu Geschäften, also dem individuellen Kundenverhältnis, etwa bei Finanztermingeschäften). Diese Minikodifikation war freilich nur von kurzer Dauer, der Weg führte in eine andere Richtung: Nur zwei Jahre nach der Verabschiedung der EG-Börsen-Richtlinie wurde im Zeitraum von **nicht einmal zwei Jahren (2003–04) die Phalanx von fünf Richtlinien** verabschiedet – teils erstmalig, teils in umfassend novellierter Form – und dabei zugleich die EG-Börsen-Richtlinie geradezu „entkernt“, ihrer zentralen Stücke sowohl im Primär- wie im Sekundärmarktrecht beraubt: **113**

Den Anfang der Reformagenda für alle kapitalmarktrechtlichen Richtlinien machte die **(Erste) EG-Marktmissbrauchs-Richtlinie – Market Abuse Directive (MAD I)**²²⁰ – mit den genannten Hauptpunkten: Ausdehnung aller Insiderverböte auf den Sekundärsinsider, Einführung eines Marktmanipulationsverbötes und einer Regelung zum Directors’ Dealing als wichtiger (weiterer) Präventivmaßnahme gegen Insiderhandel. Nicht weniger wichtig war langfristig, dass mit Art. 64 MAD I auch der Grund gelegt wurde für detaillierte Regelsetzung seitens der EG-Kommission (unter Konsultation von CESR) im Rahmen der sog. Lamfalussy-Regelungsarchitektur, die auch eine detaillierte Überprüfung der Umsetzungspraxis vorsieht (insoweit noch wenig weitgehend Art. 70 MAD I). Bei Verabschiedung der MAR diente diese Ausführungsgesetzgebung dann vielfach als Grundlage für ungleich detailliertere Rechtssetzung bereits auf Ebene 1. **114**

Mit der **EG-Wertpapierprospekt-Richtlinie**²²¹ folgte die Zusammenlegung und auch (weiter) inhaltliche Angleichung der Börsenprospektpflicht und -haftung einerseits und der allgemeinen Prospektpflicht und -haftung bei jedem „öffentlichen Angebot“ andererseits. Dies war umgekehrt jedoch auch gleichbedeutend mit der ersten umfangreichen Aushöhlung der (konsolidierten) EG-Börsen-Richtlinie von 2001, weil mit der Prospektpublizität die Primärmarktpubli- **115**

219 Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.5.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG 2001 L 184/1; näher *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, 1. Aufl. 2004, Rn 119–124; *Lutter/Bayer/Schmidt* Europäisches Unternehmensrecht, § 36 Rn 1, und allgemein unten 7. Teil Rn 141 ff.

220 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG 2003 L 96/16. Näher unten 6. Teil 3. Abschnitt (jetzt in Form der MAR).

221 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG 2003 L 345/89. Näher unten 6. Teil 2. Abschnitt. (jetzt in Form der EU-Prospekt-VO)

zität ganz aus der EG-Börsen-Richtlinie herausgebrochen wurde. Das Anerkennungsregime wurde jetzt auf alle Prospekte erstreckt („Europäischer Pass“), die Ausnahmen, derentwegen das Gastland Ausnahmen machen darf, wurden weitestgehend gestrichen. Insbesondere wurde auch ein Übersetzungserfordernis nicht mehr für zulässig erachtet (außer für die kurze Zusammenfassung), wenn der Prospekt in einer anerkannten Finanzsprache abgefasst ist (jedenfalls Englisch).

116 Im April 2004 folgten zwei überragend wichtige Richtlinien, ungleich zentraler im Kapitalmarktrecht selbst: die **EG-Finanzinstrumente-Richtlinie**, bekannter als Markets in Financial Instruments Directive (MiFID I).²²² Auf ihre mehrfach systembildende Bedeutung wurde bereits hingewiesen – namentlich weil sie mit den Konzepten „organisierter Markt“ und „Finanzinstrument“ den fortan maßgeblichen Anwendungsbereich absteckte und die Basisanforderungen an Handelsplätze formulierte und damit zugleich den Wettbewerb zwischen ihnen installierte. Auch auf inhaltlich neue Konzepte (execution only und best execution) wurde hingewiesen.

117 Mit der ebenfalls noch in 2004 verabschiedeten **EG-Transparenz-Richtlinie**²²³ – der vierten großen Reformrichtlinie zum allgemeinen (Europäischen) Kapitalmarktrecht aus 2003–04 – wurden nach dem Gesagten die Beteiligungstransparenz und die Finanz- und Zwischenberichtspflicht als Institute des allgemeinen Kapitalmarktrechts eingeführt. Dies bedeutete zugleich jedoch, dass nunmehr auch im Kernbereich des Sekundärmarktrechts die EG-Börsen-Richtlinie von 2001 (weiter) ausgehöhlt wurde, die diese Materien bis zu diesem Zeitpunkt rein börsenrechtlich geregelt hatte. Als Querschnittsrichtlinie zu Transparenzanforderungen erwarb die EG-Transparenz-Richtlinie auch dadurch besondere Bedeutung, dass sie allgemeine Anforderungen an die Form und Klarheit, auch das adäquate Medium von kapitalmarktrechtlich geforderten Veröffentlichungen formulierte (Art. 19–21a der Richtlinie).

118 Taggleich mit der MiFID I verabschiedet, also zeitlich nicht die letzte unter den fünf Richtlinien, freilich inhaltlich einen Sonderfall bildend, trat auch noch die **EG-Übernahme-Richtlinie** 2004 in Kraft.²²⁴ Einen Sonderfall bildet sie nicht nur, weil sie eine (große) Einzeltransaktion – nicht allgemein Kapitalmärkte – zum Gegenstand hat, sondern weil das Projekt ungleich älteren Ursprungs ist und ursprünglich als 13. gesellschaftsrechtliche Richtlinie geplant war, also (auch) im Gesellschaftsrecht verankert ist. In der Tat werden Übernahmen zwar operationalisiert über massenweisen Verkauf von kapitalmarktgängigen Wertpapieren (Anteilen) – bilden also insofern ein kapitalmarktrechtliches Phänomen mit erheblicher Bedeutung im Investment Banking –, zeitigen sie jedoch ihre Wirkung in der Struktur der Kontrolle über die Gesellschaft, also innergesellschaftlich, nach Europäischem Regime mit der (optionalen) Durchbruchregel auch in einer Sondermöglichkeit, die Satzung als Grundlagenakt der Gesellschaft nach erfolgter Übernahme radikal umzugestalten. Die Richtlinie ist so wichtig auch, weil sie mit zwingendem Angebot an alle Aktionäre (Gleichbehandlung) und der (wenn auch teil-optionalen) Neutralitätspflicht des Vorstandes und der Durchbruchregel ein sehr grundsätzliches Gegenmodell zum mainstream in den USA bildet und zwar zu einem der wichtigsten Instrumente, die Gesell-

222 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABL.EG 2004 L 145/1 und 2005 L 45/18 (MiFID). Näher unten 8. Teil (jetzt in Form der MiFID II).

223 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABL.EG 2004 L 390/38. Änderungsakte ABL.EG 2008 L 76/50 2010 L 327/1; 2010 L 331/120 und 2013 L 294/13. Näher unten 6. Teil 5. Abschnitt.

224 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABL.EG 2004 L 142/12. Näher unten 6. Teil 6. Abschnitt.

schaftsrecht und Kapitalmarktrecht eng miteinander verknüpfen, im – nach *Manne* – so benannten „Market for Corporate Control“.²²⁵

bb) Der **deutsche Gesetzgeber** hatte auch in der zweiten Phase vor allem Umsetzungsarbeit **119** zu leisten. Den Auftakt bezeichnet jedoch schon **2002 das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz**,²²⁶ mit dem der deutsche Gesetzgeber selbst die neue Phase einläutete, insbesondere auch bereits ein Marktmanipulationsverbot und ein Regime zum Directors' Dealing einführt – die er dann nach Verabschiedung der MAD I anzupassen hatte. Im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz wurde jedoch auch – **autonom** – für einen Teilbereich der Folgepublizität – die Ad-hoc-Publizität – ein klar umrissenes Sanktionsregime eingeführt (§§ 37b, 37c WpHG a.F., heute **§§ 97, 98 WpHG**), das freilich für alle anderen Bereiche der Kapitalmarktinformation (nach der Prospektveröffentlichung) die sog. Kapitalmarktinformationshaftung weiterhin ungeregelt ließ.²²⁷ Außerdem wurden – der Generaltendenz einer Verlagerung vom Börsenrecht ins Kapitalmarktrecht folgend – wichtige **zentrale Geschäfte bzw. Aktivitäten von zentralen Kapitalmarktakteuren ins WpHG überführt** bzw. dort eingegliedert: das Recht der Finanztermingeschäfte in §§ 99f. WpHG (§§ 37d bis 37g WpHG a.F., wobei § 37d WpHG a.F. aufgehoben wurde) sowie die Erstreckung der Wohlverhaltenspflichten auf Finanzanalysten in §§ 34b, 34c WpHG a.F., heute §§ 85, 86 WpHG.

Die späteren Rechtsakte sind demgegenüber primär **Umsetzungsakte**, für alle vier EG-Basisrechtsakte und für die EG-Übernahme-Richtlinie, namentlich: (i) das **Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) 2004**,²²⁸ in dem vor allem MAD I umgesetzt wurde (und hierfür die Systematisierung des Insiderrechts und die Regeln für Marktmanipulation und Directors' Dealing angepasst wurden, außerdem auch die Ad-hoc-Publizität jetzt direkt an das Konzept der Insiderinformation angeknüpft wurde; daneben autonom auch § 34b WpHG a.F., heute § 85 WpHG grundlegend neugefasst wurde); (ii) das **Wertpapierprospektgesetz (WpPG) 2005**,²²⁹ mit dem – wie mit der EG-Wertpapierprospekt-Richtlinie – die Prospektpflicht und -haftung aus dem Börsengesetz und aus dem Verkaufsprospektgesetz in diesem neuen Gesetz zusammengeführt wurden (wobei zugleich das damit obsoletere Verkaufsprospektgesetz genutzt wurde, um der Prospektpflicht für nicht wertpapiermäßig verbriefte Anlagen des grauen Kapitalmarkts, die Art. 2 AnSVG 2004 eingeführt hatte, einen neuen Standort zu geben; heute im KAGB, näher un-

225 *Manne* Mergers and the Market for Corporate Control, 73 Journal of Political Economy 110–120 (1965); dazu Kurzdarstellung des Kontexts und der Fortentwicklung bei *Grundmann* in: Grundmann/Micklitz/Renner Privatrechtstheorie, 2015, S. 1585–1608. Meine eigene Sicht zum Richtlinienregime in *Grundmann* The Market for Corporate Control, in: Hopt/Wymeersch/Kanda/Baum (Hrsg.), Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US, 2005, S. 421; *ders* Europäisches Gesellschaftsrecht, § 27.

226 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBl. I S. 2010 (neben Änderungen bei der Ad-hoc-Publizität [u. a. Kennzahlen] vor allem Einführung der Pflicht von (Primär-)Insidern, ihre Geschäfte aufzudecken (§ 15a WpHG), und eines Marktmanipulationsverbotes [§§ 20a, 20b WpHG]).

227 Näher auch hierzu 8. Teil, Rn 273–279 zu Anh. §§ 97, 98 WpHG; sowie etwa *Hopt/Voigt* (Hrsg) Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung; *Hopt* WM 2013, 101; *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.) Kapitalmarktinformation, §§ 29–33 (versch. Autoren); *Hellgardt* Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformationshaftung, AG 2012, 154; zuvor schon *Zimmer* Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, WM 2004, 9.

228 Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (AnSVG) vom 28.10.2004, BGBl. I S. 2630.

229 Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG) = Art. 1 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 22.6.2005, BGBl. 2005 I, S. 1698.

ten 6. Teil Rn 208); sowie **2007 das Finanzmarktrichtlinie**²³⁰ und das **Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz**,²³¹ die die beiden anderen Basisrichtlinien umsetzten. Im **Börsenrecht** brachte die Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie eine Neufassung des Börsengesetzes.²³² Der regulierte Markt ersetzte danach den Amtlichen Markt und den Geregelten Markt, außerdem wurden Vor- und Nachhandelstransparenz eingeführt und die Vorschriften über Skontroführer vereinfacht.²³³ Die **EG-Übernahme-Richtlinie** wurde durch Neufassung des WpÜG vom 8.7.2006 umgesetzt,²³⁴ wobei die Neutralitätspflicht nicht umfassend eingeführt wurde (insbesondere Verteidigungsmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats weiterhin zulässig) und auch die Durchbruchregel nur fakultativ in § 33b WpÜG ausgestaltet wurde. Ebenso wie auf Europäischer Ebene zeichnet sich diese zweite Regelungsgeneration auch auf deutscher Ebene dadurch aus, dass die (Umsetzungs-)Gesetzakte noch umfangreich durch **Ausführungsverordnungen** ausdifferenziert wurden,²³⁵ deren Verhältnis zu den Europäischen Akten (trotz grds. bestehender Umsetzungskompetenz des deutschen Gesetzgebers) teils problematisch war und ist und die jeweils im konkreten Kontext mit zu berücksichtigen sind.

121 c) Etablierung der Gesamtarchitektur. Am Ende dieser Phase kann man zusammenfassend – und nur wenig überspitzt – konstatieren, dass **vier Richtlinienstränge** nebeneinanderstehen – ergänzt um zwei wichtige Einzelbereiche oder -themen:

- das allgemeine prospektrechtliche Regime,
- das allgemeine Regime der Folgepublizität (Beteiligungstransparenz und Finanz- und Zwischenberichtspublizität) (EG-Transparenz-Richtlinie),
- das allgemeine Regime der Marktintegrität (mit Insider- und Marktmanipulationsrecht, ergänzt um die Ad-hoc-Publizität, die m.E. noch stärkere Bezüge zur Folgepublizität gehabt hätte) (MAD I), und
- das Regime der Regeln zur individuellen Kundenbeziehung, zu den Organisationsvorgaben und zu den Märkten und Marktbetreibern jenseits der Börsen (MiFID I).

Daneben treten die EG-Börsen-Richtlinie zum Börsenhandel, in der man (wegen der praktischen und institutionenbildenden Bedeutung dieses Einzelbereichs) auch einen fünften Strang sehen mag, sowie die EG-Übernahme-Richtlinie. Dies ist nicht nur funktional durchaus ansprechend geordnet und gegliedert. Dies ist vielmehr **im Kern** auch bis auf den heutigen Tag **die Architektur des Europäischen (bzw. europäisierten) Kapitalmarktrechts** – nur noch punktuell ergänzt und durchaus intensiv überarbeitet in der 3. Phase (der zweiten Reformwelle).

230 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (RiL 2004/39/EG) und der Durchführungsrichtlinie (RiL 2006/73/EG) der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.7.2007, BGBl. I, S. 1330 (vor allem Erweiterung des Anwendungsbereichs [Anlageberatung und -vermittlung, Warenderivate, multilaterale Handelssysteme]; Erfassung von Handelsplattformen und umfassende Neuformulierung der Wohlverhaltensregeln).

231 Umsetzung durch das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG) vom 5.1.2007, BGBl. 2007 I, S. 10.

232 Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007, BGBl. 2007 I, 1330.

233 *Weber* Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2007, NJW 2007, 3688; *Groß* Kapitalmarktrecht, Vorb. BörsG Rn 20b-c.

234 Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 8.7.2006, BGBl. 2006 I, 1426.

235 Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation vom 1.3.2005, BGBl. I 2005, S. 515, zuletzt geändert durch Art. 25 Abs. 3 Zweites FinanzmarktnovellierungsgG vom 23.6.2017, BGBl. I S. 1693). Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV) vom 18.11.2003, BGBl. I 2003, S. 2300, aufgehoben mit Wirkung vom 1.3.2005.

4. Zweite Reformwelle: Kapitalmarktrecht seit der Finanzkrise, Neujustierungen und Entwicklung eines Stabilitätsstranges

a) **Allgemeine Charakterisierung der dritten Richtlinien- und Verordnungsgeneration** 122 (seit der Finanzkrise). Wenn die dritte Richtliniengeneration jedenfalls zeitlich mit dem Zusatz „seit der Finanzkrise“ umschrieben wird, so fällt zweierlei auf: Für die Neugestaltung der Basisrechtsakte hat sich diese Finanzkrise – obwohl immer wieder auf sie verwiesen wird – wenig, jedenfalls ungleich weniger ausgewirkt als namentlich die Erkenntnisse und Entwicklungen von **Behavioral Finance**²³⁶ (was teils durch den Umstand kaschiert wird, dass ein eher diffus bleibendes Schutzobjekt „**Anlegervertrauen**“ wichtig ist sowohl für Behavioral Finance als auch in der Aufbereitung der Finanzkrise). Umgekehrt können dann jedoch die punktuell konzipierten (neuen) Einzelrechtsakte sehr unmittelbar auf die Finanzkrise und die **krisenbegründenden oder -beschleunigenden Defizite** im vorherigen Regime bezogen werden.

Die **Reform der Basisrechtsakte** war zwar teils durchaus ambitioniert. Auch wurden die Rechtsakte vielfach durch „Aufwertung“ der bisher in der Ausführungsgesetzgebung zu findenden Gehalte (Level 2 Rechtssetzung) zu Gehalten in den Basisrechtsakten selbst erheblich umfangreicher und detaillierter. Insgesamt jedoch herrscht für alle Basisrechtsakte der Charakter einer bloßen Reform vor, ungleich weniger „revolutionär“ und Neuland erschließend als noch in der zweiten Richtliniengeneration. Das soll nicht bedeuten, dass nicht teils durchaus grundlegende neue Lösungen gefunden worden wären – etwa die Marktstrukturlösung für Kick-Back-Zahlungen („Inducements“ in MiFID II, dazu sogleich noch) –, und mit einer intensivierten Verwendung der EU-Verordnung als Regelungsform auch eine größere Vereinheitlichungswirkung angestrebt wurde, dies auch in Kernbereichen bisheriger „bloßer“ Harmonisierung (namentlich mit MAR und der EU-Prospekt-VO als Hauptregelungen in zwei der vier genannten Hauptstränge). Dennoch sind die Gehalte überwiegend unverändert und nur „fortgeschrieben“. Immerhin kann freilich gesagt werden, dass gerade die Wahl einer (zusätzlichen) Marktstrukturlösung für das Problem der „Inducements“ zeigt, dass die **Kapitalmarktstrukturen als Regelungsproblem und -option**, die schon für den Gesetzgeber von MiFID I an Wichtigkeit gewonnen hatten (Wettbewerb der Marktsegmente), noch zentraler in den Blickpunkt rücken. Das Projekt einer Europäischen Kapitalmarktunion zielt ebenfalls zum Teil in diese Richtung.

Wenn generellere **Fortentwicklungen in den Beständen aus der dritten Richtliniengeneration** zu konstatieren sind, dann vielleicht folgende zwei im besonderen Maße: Tendenziell werden mehr Regeln im kapitalmarktrechtlichen Kernbestand mit der Überlegung erklärt – und entsprechende Auslegungen desselben bevorzugt –, dass dieser Kernbestand – in Maßen – auch dem Ziel dienen soll, **Irrationalitäten** bei Kapitalmarktakteuren und deren Ausnutzung durch Anbieter entgegenzuwirken (schon oben Rn 16 und 32). Und der Bestand des Europäischen Kapitalmarktrechts wird auf die Frage überprüft, inwieweit Modelle nicht auch über ihren bisherigen sachlichen Anwendungsbereich hinaus Modellwirkung entfalten können oder sollten. Im autonomen deutschen Recht wird das zunehmend für den sog. grauen Kapitalmarkt befürwortet (vgl. oben Rn 77 und unten 6. Teil Rn 208), auch die Diskussion um die Zurückdrängung des **Schattenbankensektors** wird unter diesem Gesichtspunkt geführt.²³⁷

²³⁶ Vgl. als Überblick zu den Einflüssen dieser Forschungsrichtung *Veil* Regulierung von Finanzprodukten, in: Bumke/Röthel (Hrsg.) *Autonomie im Recht*, 2017, 185, 192; *Veil/Veil* *EuKapmR* § 6 Rn 21 ff.; umfassende Darstellung bei

²³⁷ *Europäische Kommission* Grünbuch Schattenbankwesen, COM 2012/0102; *Schaffelhuber* Regulierung des Schattenbankensystems, GWR 2011, 488; *Fischer* Regulierung von Schattenbanken – Europäische Kommission auf dem falschen Weg, Kreditwesen 2012, 485; *Manger-Nestler/Gramlich* „Flucht ins Dunkel“ – Bedarf an und Stand der transnationalen Regulierung des Schattenbankensektors. Auch ein Modell für islamic finance?, ZBB 2015, 337 *Tröger*, Prudentielle Regulierung von Schattenbanken, ZVglRWiss, 287; *Adrian/Ashcraft* Shadow Banking: A Review of Literature, in: *Palgrave Dictionary – Online Edition*, 2012 (identisch online 2020).

- 125** Neben diese – nur verhalten novellierenden – Reformschritte treten freilich einige sehr wichtige – wenn auch punktuell zugreifende – **gänzlich neu verabschiedete Rechtsakte**, alleamt in Form von EU-Verordnungen und mit durchaus neuem Regelungsparadigma. Sie sind überwiegend **stabilitätsorientiert** und beziehen sich zentral auf technologische Fortentwicklungen und Fortentwicklungen im Bereich Finanzinnovationen (Hochfrequenzhandel, Derivatehandel mit Benchmarks). Die wichtigsten im Bereich des Investment Banking sind die EU-Leerverkaufs-, die EU-OTC-Handels-Verordnung (EMIR) und in jüngster Zeit die EU-Benchmark-Verordnung. Letztere ist der einzige dieser Rechtsakte, der nicht primär durch Defizite motiviert war, die in der Finanzkrise offenbar wurden (sondern durch den LIBOR-/EURIBOR-Skandal als eigene „krisenhafte“ Entwicklung), und der auch nicht primär stabilitätsorientiert ist, sondern als vorbeugende Regulierung gegenüber bestimmten Möglichkeiten einer Marktpreismanipulierung zu verstehen ist.
- 126** Die Entwicklung hat insgesamt dahin geführt, dass seit **2017 die gesamte neue Architektur des (Europäischen) Kapitalmarktrechts** – häufig mit EU-Verordnungscharakter und mit der neuen Ausführungsarchitektur – vorliegt und dies praktisch durchweg als Regelwerk von allenfalls wenigen Jahren Alter. Zudem handelt es sich hierbei um ein Regelwerk, das aufgrund seiner Regelungsdichte und vielfach auch unmittelbarer Anwendbarkeit an Integrationstiefe allenfalls (ein wenig) hinter den wenigen Gebieten zurückstehen wird, die vollvereinheitlicht sind und auch durch eine Europäische Aufsichtsbehörde oder -institution im Einzelfall angewandt werden („Vollintegration“): namentlich das Wettbewerbsrecht (Kartell- und Fusionskontrollrecht), das Geld- und Währungsrecht sowie das Bankaufsichtsrecht (im Rahmen der Europäischen Bankenunion für die Eurozone).²³⁸
- 127** **b) Die wichtigsten Einzelakte (Europäisch und deutsch).** aa) Die Entwicklung der wichtigsten Einzelakte **auf EU-Ebene** ist eine **zweispurige**: einer Reform – teils durchaus tiefgreifend – aller vier Basisrechtsakte, teils durch Neuerlass, teils nur durch Änderungsrichtlinie, stehen einige neu erlassene, praktisch zwar sehr wichtige, jedoch eher nur punktuell konzipierte Einzelrechtsakte (alle in Verordnungsform) gegenüber.
- 128** Die **Novellierung der EG-Wertpapierprospekt-Richtlinie** 2010²³⁹ steht noch erheblich unter dem Einfluss der Deregulierungsagenda von vor der Finanzkrise. Ihr Hauptinhalt sind Ausweitungen der Ausnahmen (etwa Erhöhung der Schwellenwerte) bzw. Verlängerung der Wirksamkeit des Prospekts, umgekehrt jedoch eine Verstärkung der einheitlichen Anwendung im Sinne der Lamfalussy-Regelungsarchitektur – hier schon bestätigt vom Larosière-Bericht zu den Gründen der und dem Reformbedarf aus der Finanzkrise. Und ebenfalls eine von der Finanzkrise grds. unabhängige Reformagenda wurde mit den beiden Investmentfonds-Richtlinien verfolgt, die ohnehin jenseits der Kapitalmarktrechts und Investmentbankings stehen (2011–13).²⁴⁰ Doch

238 Zur Gesamtheit dieser Gebiete in vergleichender Sicht *Grundmann* Europäisches Wirtschaftsrecht im Wandel – von der Wettbewerbsunion zur Finanzunion, Festschrift Heymanns-Verlag 2015, S. 193.

239 Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, ABL.EU 2010 L 327/1.

240 Einerseits die Novelle (4. Richtliniengeneration!) der klassischen, hochregulierten Investmentfonds des offenen Typus: Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (Neufassung), ABL.EU 2009 L 302/32. Andererseits eine Basisregulierung aller „alternativer“ Investmentfonds, von solchen mit alternativen Investmentfeldern („Innovationsbereiche“) bis zu solchen des nichtoffenen Typus: Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8.6.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010. ABL.EG 2011 L 174/1.

schon wenig später, 2013, folgte die **Novellierung der EG-Transparenz-Richtlinie**²⁴¹ – einschließlich Regeln, die auch den Prospekt betreffen –, die teils aber auch andere Schwerpunkte setzt: Sie verfeinert insbesondere die Offenlegungspflichten für mittelbare Erwerbsrechte an Aktien. Umgekehrt – und fast noch zentraler – spielt jedoch bei dieser Novelle der Verwaltungsabbau durchaus eine Rolle: mit der Abschaffung der Verpflichtung zur Quartalsberichtserstattung, die auch Mitgliedstaaten nicht beibehalten dürfen (außer reine Finanzinformationen), weil SMEs übermäßig belastet würden, und mit der Verlängerung der Frist für Abgabe des Halbjahresberichts auf 3 Monate (auch zur Qualitätssteigerung).

Bei der **Reform der Basisrechtsakte** stechen dann zunächst die MAR und die MiFID II – **129** beide aus dem **Jahr 2014** – als breite und absolut zentrale Rechtsakte hervor, jeder Rechtsakt ein eigenes umfangreiches Regelungsregime: Der Bestand des Marktintegritätsrechts in MAD I wurde – unter der Einbeziehung großer Bestände der Level-2 Rechtssetzung – in die **EU-Marktmissbrauchs-Verordnung (MAR)** übertragen und – flankierend dazu – für die Straf- und Bußgeldbewehrung der Verbote eine **EU-Marktmissbrauchs-Richtlinie (MAD II oder Crim-MAD)** erlassen,²⁴² als Vorgabe für die nationalen Straf- und Ordnungswidrigkeitsrechte zu den Gehalten der MAR, vor allem dem Insider- und dem Marktmanipulationsverbot.

Eine grundlegende Neufassung hat auch die **EG-Finanzmarkt-Richtlinie I – nunmehr II – 130 erfahren (MiFID II)**.²⁴³ Dies ist deswegen durchaus bemerkenswert, weil sich hier die Rechtsform nicht geändert hat und auch weiterhin „nur“ für eine *Richtlinie*, nunmehr EU-Richtlinie optiert wurde. Freilich ist diese Richtlinie inhaltlich auch eher „innovativer“ als die MAR. Zwar stehen auch hier die Fortschreibung der Gehalte der MiFID I im Vordergrund – Wohlverhaltensregeln, Ausführungsregeln, Organisationsregeln, das Regime für Handelsplätze und Marktbetreiber außerhalb des Börsenrechts –, dieses auch hier verbunden mit einer umfangreichen „Aufwertung“ von Gehalten, die bisher in der Level-2-Gesetzgebung entwickelt wurden, zu Gehalten der MiFID II selbst. Hinzu kommen in diesem Falle jedoch gänzlich neue Regimeteile bzw. signifikante Ausweitungen im Anwendungsbereich. Zwei Beispiele stechen hervor: Einerseits ist das Regime für **Kick-Back-Zahlungen (Inducements)**, bei dem bisher das Europäische Regime vor allem auf eine Interessenwahrungspflicht und auf eine Aufklärungspflicht setzte (ggf. kombiniert mit einer Auskehrungspflicht der Zahlungen an den Kunden), zu einem zweispurigen fortentwickelt worden, womit eine Marktstrukturlösung angestrebt wurde: Das alte Regime bleibt grundsätzlich als eine der beiden „Spuren“ erhalten, etwas genauer ausdifferenziert. Neben dieses Regime, in dem Interessenkonflikte hingenommen werden, dann jedoch die

241 Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl.EU 2013 L 294/13.

242 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und den Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG, und 2004/72/EG der Kommission, ABl.EU 2014 L 173/1; zeitgleich verabschiedet (umzusetzen bis 3.7.2016, Art. 13 der RL): Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl.EU 2014 L 173/179. Zur MAR näher unten 6. Teil, 3. Abschnitt. Zur MAD II näher 8. Teil Rn 292f.

243 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl.EU 2014 L 173/349; dazu ausführlich 7. (Organisations- und Marktbetreiber-) und 8. Teil (Kunden-Regeln).

Intermediäre zu einem Handeln angehalten werden, das Kundeninteressen als oberste Leitlinie nimmt, tritt jetzt – in Anlehnung an englisches Recht – eine zweite Spur, mit der eine Form intermediär installiert wird, die gänzlich frei von Interessenkonflikten sein soll. Gebühren seitens der Emittenten der Instrumente oder wirtschaftliche Interessen in diesen oder den Instrumenten werden a limine ausgeschlossen, dafür freilich müssen diese Intermediäre vom Kunden gesondert vergütet werden. Auch im Bereich der Handelsplattformen findet sich eine nicht unwichtige Fortentwicklung und Neuerung, indem neben die schon von der MiFID I geregelten Handelsplätze und systematischen Internalisierer nunmehr bewusst eine Auffangregel gestellt wurde, indem auch alle „**organisierten Handelssysteme**“ erfasst werden sollen – allein unter der Bedingung, dass hier zirkulationsfähige Finanzinstrumente gehandelt werden. MiFID II dient damit heute – mit Art. 4 Abs. 1 und seinen Definitionsnormen – als der **Allgemeine Teil des Europäischen Kapitalmarktrechts für die Definition der erfassten Märkte und der erfassten Anlageinstrumente** (vgl. bereits oben Rn 79–91). Ergänzt wurde die Reform dieser beiden Basisrechtsakte für zwei Hauptstränge dann noch einige Jahre später durch diejenige des EU-Prospektregimes als eines dritten Hauptstranges (unten Rn 133).

- 131** Die **punktuell konzipierten Einzelrechtsakte** ergingen früher als die beiden großen Novellierungen der Basisrechtsakte, soweit sie **stabilitätsorientiert** und direkt auf Defizite bezogen sind, die in der Finanzkrise offenbar wurden: 2012, parallel zu den zentralen Rechtsakten zum neuen Aufsichtsregime in der Europäischen Bankenunion (vgl. 1. Teil Rn 49–71). Die **EU-Leerverkaufsverordnung**²⁴⁴ regelt zwei Arten von Leerverkäufen – von Aktien, von Staatsanleihen und diesen funktional nahe kommenden Credit Default Swaps: solche, bei denen der Verkäufer die Titel zwar noch nicht hält (Leerverkauf, genauer Art. 1ff.), aber Vorkehrungen getroffen hat, sie bei Fälligkeit erhalten zu können (Art. 5ff.), und solche, bei denen dies nicht der Fall ist („ungedeckt“, Art. 12ff.). Alle sind nach umfangreichen Transparenzregeln aufzudecken, um Märkte und ihre Wirkung besser beurteilen zu können, Letztere haben sich jedoch als ungleich aggressivere Instrumente bei der Spekulation auf einen Ausfall der Schuldner/Emittenten erwiesen und werden daher auch von den Bedingungen her in der Sache beschränkt (partielle Leerverkaufsverbote bzw. Ermächtigung zur Anordnung solcher Verbote). Die **EU-Marktinfrastuktur oder auch OTC-Derivate-Verordnung (EMIR)**²⁴⁵ unterwirft OTC-Derivate, die bisher weitgehend ohne Öffentlichkeit gehandelt werden konnten, einem nuancierten Regime, das größere Transparenz und Stabilität gewährleisten soll. Herz des Regimes ist dabei die Etablierung einer Kategorie von OTC-Derivaten, die nur im Verhältnis zu zentralen Gegenparteien (Central Counterparties, CCPs) abgeschlossen werden können (auf wenige Gegenparteien gebündeltes Geschäft, Art. 4ff.), wobei diese in einer Form beaufsichtigt werden und Mindestvoraussetzungen erfüllen müssen (auch in Eigenkapital), die den bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen nachempfunden sind (Art. 14ff.), und wobei jedes Geschäft zudem in einem Transaktionsregister registriert werden muss. Für OTC-Derivate, die nicht solchermaßen von der Clearingpflicht über CCPs erfasst sind, gelten (neben dem Transparenzgebot) jedenfalls gesteigerte Risikominimierungspflichten (Art. 11). Insgesamt stützt sich dieses Kernstück auf ein umfangreiches Transparenzregime, das freilich auch breiter ausgreift (Registrierung aller Geschäfte, Art. 55ff.). Hinzu kommen auch den individuellen Kunden schützende Wohlverhaltensregeln (Fairness und Aufklärung, Art. 36ff.). 2019 wurden gewisse Härten des Regimes von EMIR abgemildert. In die Phase der ursprünglichen Verabschiedung fallen jedoch – ein wenig später –

²⁴⁴ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.3.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl.EU 2012 L 86/1; dazu unten 6. Teil 4. Abschnitt unter A.

²⁴⁵ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.7.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister; dazu unten 6. Teil 4. Abschnitt/7. Teil Rn 187–199.

noch zwei weitere Verordnungen: Mit der einen, der **EU-Verordnung zu Zentralverwahrern** wird größere Stabilität in den Abwicklungssystemen angestrebt (keine wirklich zentrale Problematik in der Finanzkrise, sondern eher eine eigeninitiierte Fortentwicklung effizienter Kapitalmarktstrukturen).²⁴⁶ Mit der anderen Verordnung, der sog. **PRIIP-Verordnung** werden Produktinformationsblätter für den Absatz sog. verpackter Finanzprodukte an Kleinanleger vorgesehen, also für diejenigen Produkte, die über klassische Direktanlagen (in Anleihen und Anteilen) hinausgehen und typischerweise ein derivatives Element aufweisen.²⁴⁷ Zwar waren in der Finanzkrise eher andere als Kleinanleger die Hauptbetroffenen, von denen auch die Krisenwirkungen ausgingen (staatliche Einrichtungen und Banken), dennoch ordnet sich die PRIIP-Verordnung ein in die – sicherlich krisenmotivierten – Bemühungen um eine Reduzierung von Komplexität. Ganz anders motiviert ist schließlich die – unter den Nebenrechtsakten – **jüngste EU-Verordnung, die EU-Benchmark-VO**.²⁴⁸ Sie regelt – in Reaktion auf den LIBOR- und EURIBOR-Skandal, in dem diese im Bankgeschäft absolut zentrale Benchmark in großem Stile manipuliert wurde – (i) die organisatorischen Voraussetzungen, die Institutionen erfüllen müssen, die öffentliche Benchmarks definieren – Voraussetzungen, die vor allem die Freiheit von Interessenkonflikten verbürgen sollen und eine professionelle Aufnahme der Daten und die vielfach nach Art der Benchmark differenziert sind (Art. 4–26) –, außerdem jedoch (ii) Fragen von „Transparenz und Verbraucherschutz“ (Art. 27 ff.) mit Regeln zur Darstellung und Erklärung der Funktionsweise der jeweiligen Benchmarks, aber auch zur grenzüberschreitenden Nutzung in der EU und darüber hinaus (etwa aus Drittländern).

Die reiche dritte Rechtsaktgeneration beschloss **schließlich 2017 die EU-Prospekt-Verordnung**.²⁴⁹ mit der der letzte Hauptstrang reformiert wurde, freilich überwiegend nur die Gehalte der EG-Wertpapierprospekt-Richtlinie von 2003 in Verordnungsgewand übertragen wurden. Die wohl wichtigste Neuerung liegt in der Eröffnung eines Mitgliedstaatenwahlrecht, die Schwelle, unterhalb derer die Emission von einer Prospektspflicht ausgenommen ist, auf 9 Mio. € Emissionsvolumen anzuheben und so Bedarfe von KMUs und Start-ups (einschließlich Crowd-Funding) besonders zu berücksichtigen (Art. 3 Abs. 2 S. 1 lit. b EU-Prospekt-VO). Und der deutsche Gesetzgeber nutzte diesen Spielraum umfassend aus (vgl. § 3 WpPG).

bb) Die **deutschen Umsetzungs- und Ausführungsakte** beziehen sich zunächst auf die EU-Richtlinien, namentlich die Novellierungen des Prospekt- bzw. Transparenzrechts in der EG-

²⁴⁶ Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.7.2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EG und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ABl. EU 2014 L 257/1 („CSDR“, Central Securities Depositors Regulation); dazu 7. Teil Rn 200–206 und 8. Teil Rn 322, 376–380. Einsetzung als zuständige Behörde und Ergänzung der Befugnisse der BaFin (für CSDR und PRIIP-VO) in KWG, KAGB, VAG im FiMaNoG (Nachw. unten Rn 245).

²⁴⁷ Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl. EU 2014 L 352/1; dazu 8. Teil Rn 317, 322, 373–380, passim. Zur Einsetzung der BaFin als zuständige Behörde vgl. vorige Fn.

²⁴⁸ Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8.6.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, Amtsblatt EU 2016 L 171/1; dazu unten 6. Teil 4. Abschnitt unter C./7. Teil, Rn 122–140.

²⁴⁹ Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. 2017 L 168/12; dazu unten 6. Teil Abschnitt 2.

Wertpapierprospekt²⁵⁰ bzw. EG-Transparenz-Richtlinie²⁵¹ sowie die MAD II/CrimMAD und den Neuerlass der MiFID II, jeweils im WpHG. Ursprünglich war deren gemeinsame Umsetzung in einem Finanzmarktnovellierungsgesetz (FiMaNoG, mit Änderung des WpHG) geplant. Da freilich MAD II/CrimMAD bis zum Inkrafttreten der MAR am 3. Juli 2016 umzusetzen war (und umgekehrt die Umsetzungsfrist für MiFID II nachträglich auf Januar 2018 hinausgeschoben wurde), entschied man sich zur Umsetzung der Zuständigkeitsregeln für die Anwendung der MAR (§§ 6 und 25 ff. WpHG, allerdings zahlreiche Regeln jetzt in MAR) und der Straf- und Ordnungswidrigkeitsregeln (§§ 119, 120 WpHG) im *Ersten* Finanzmarktnovellierungsgesetz (dort noch unter der alten Nummerierung als §§ 4 ff.; 12 ff. bzw. §§ 38, 39 WpHG) – dem in kurzem Abstand das *Zweite* Finanzmarktnovellierungsgesetz (für die MiFID II-Gehalte) gefolgt ist, mit dem schließlich das WpHG gänzlich neu durchnummeriert wurde.²⁵² Ebenfalls die Wohlverhaltensregeln (allerdings noch MiFID I) und die Beteiligungstransparenz betrifft ein weiteres Gesetz, das zu den eigentlichen Umsetzungsgesetzen zur EG-Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie und zu MiFID I und II hinzutritt, das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz von 2011.²⁵³ Die Anpassung an die EU-Prospekt-VO von 2017 – an den weitgehenden Übergang des Prospektrechts in unmittelbar anwendbares EU-Recht – erfolgte durch Ausführungsgesetz vom 8.7.2019.²⁵⁴

- 134 Umgekehrt ist für die genannten **EU-Verordnungen** eine Umsetzung nicht mehr nötig (nach der EuGH-Rechtsprechung nicht einmal erlaubt, um nicht die unmittelbare Anwendbarkeit in Frage zu stellen). Nötig ist jeweils (neben einer Regulierung der offen gelassenen Bereiche und Fragen) nur die **Bestimmung der zuständigen Behörde** –²⁵⁵ zuletzt etwa im WpPG (dort mit Prospekthaftung als wichtigem verbliebenen Bereich); ansonsten wird insbesondere auch das WpHG stark ausgedünnt.

II. Auslegungs- und Anwendungsfragen mit spezifischem Bezug zum Investment Banking

- 135 Wenn abschließend in diesem „Allgemeinen“ Teil zu Funktionen, Struktur und Gesamtsystem des **Investment Banking** und seines Regelwerkes auf Auslegungs- und Anwendungsfragen eingegangen wird, so soll dies nur insoweit geschehen, als die Fragen spezifischen Bezug zum Investment Banking haben. Nur dann sind weitergehende Ausführungen zu Auslegungs- und Anwendungsfragen über das in Teil 1 Gesagte hinaus angezeigt. In diesem Sinne **kapitalmarktrechtsspezifisch sind vor allem drei Fragenkomplexe**: (i) inwieweit sich strafrechtliche Aus-

250 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG vom 22.6.2005, BGBl. 2005, 1698; dann Gesetz zur Umsetzung der RL 2010/73/EU und zur Änderung des BörsenG vom 26.6.2012, BGBl. 2012 I, S. 1375. Heute jedoch – bezogen auf die EU-Prospekt-VO und nur noch flächendeckend die Prospekthaftung regelnd (inzwischen §§ 8 ff. WpPG), ansonsten primär Kompetenz, Wahlrechte und offen gelassene Fragen: Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen vom 8.7.2019, BGBl. 2019 I, S. 1002 – dort Art. 1 mit entsprechenden Änderungen des Wertpapierprospektgesetzes.

251 Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015, BGBl. 2015 I, S. 2029.

252 Vgl. Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30.6.2016, BGBl. I 2016, S. 1514; und Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23.6.2017, BGBl. 2017 I, 1693.

253 Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnSFuVG) vom 5.4.2011, BGBl. 2011 I, S. 538.

254 Art. 1 des Gesetz(es) zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen vom 8. Juli 2019, BGBl. 2019 I S. 1002.

255 Heute etwa §§ 6, 25 ff. WpHG (§§ 4, 12 ff. WpHG a.F.) für die Gebote und Verbote in der MAR sowie § 53 WpHG (§ 30h WpHG a.F.) für die EU-Leerverkaufsverordnung. Sowie etwa EMIR-Ausführungsgesetz vom 13.2.2013, BGBl. I S. 174; oder auch Ausführungsgesetz zur EU-Rating-Verordnung vom 14.6.2010, BGBl. 2010 I, S. 786; ebenso jüngst § 17 WpPG, wobei freilich im WpPG immerhin der Kern der Sanktionsordnung (Prospekthaftung) erhalten blieb (jetzt §§ 8–16 WpPG). Teilweise ist streitig, ob gewisse Gehalte in deutschen Ausführungsregeln oder -verordnungen noch zulässig sind, etwa für § 26 Abs. 4 Nr. 3 WpHG (§ 15 Abs. 4 Nr. 2 WpHG a.F.).

legung von derjenigen im Verwaltungs- und ggf. auch Zivilrecht abhebt, weil im Kapitalmarktrecht eine Strafbewehrung (oder zumindest eine Ordnungswidrigkeitenhaftung) ungleich präsenter ist als namentlich im Zahlungs- und im Kreditgeschäft; (unten Rn 139); (ii) wie mit dem Umstand umzugehen ist, dass die maßgeblichen Rechtsakte praktisch durchgehend das Effizienzparadigma – Kapitalmarkteffizienz, Effizienz des Anlegerschutzes etc. – explizit in den Mittelpunkt rücken und als Hauptziel postulieren (unten Rn 140); schließlich (iii) (und mit Abstand am umstrittensten) die Frage, in welchen Fällen aus Normen, die (jedenfalls auch) aufsichtsrechtliche Standards und Pflichten festschreiben, auch Standards im Privatrechtsverhältnis herzuleiten sind, etwa im Bank-Kunden-Verhältnis (unten Rn 141–143). Diese drei spezifischen Fragen – und nur diese – sind etwas intensiver zu erörtern, dabei freilich auch in den Kontext der Auslegungs- und Anwendungslehre insgesamt zu stellen, und hierfür ist dann umfangreich Bezug zu nehmen auf das, was im 1. Teil zu diesen Fragen gesagt wurde.

1. Europäische Auslegung und Ausgestaltung

a) Europäisches Einheitsrecht (Grundfreiheiten und Verordnungen). Auszugehen ist auch hier von dem im 1. Teil zu den **Grundfreiheiten** Gesagten, deren flächendeckende Wirkung, mit der – hier zentralen – Kapitalverkehrsfreiheit als einer Grundfreiheit, die weltweit wirkt (Art. 63 Abs. 1 AEUV), und vor allem mit der Feststellung, dass die Grundfreiheiten ein sehr weit reichendes Liberalisierungsgebot formulieren, nach dem der Eingriff auf das mindestnötige Maß zu beschränken ist (Verhältnismäßigkeitsgrundsatz), namentlich (bloßen) Informationsgeboten jeweils der Vorzug zu geben ist vor stärker eingreifenden (namentlich inhaltlich zwingenden) Normen, wenn nicht zwingende Gründe solch einen intensiveren Eingriff gebieten (zu allem näher oben 1. Teil Rn 110). Wie die Grundfreiheiten **wirken EU-Verordnungen unmittelbar** (Art. 288 Abs. 2 AEUV). Sie wirken in den im Kapitalmarktrecht erlassenen Rechtsakten auch jeweils abschließend („vollharmonisierend“ oder „vollvereinheitlichend“). Jedenfalls sieht das (auch) der deutsche Gesetzgeber regelmäßig so und erlässt – wie im Falle der MAR – praktisch keine flankierenden materiellen Regeln mehr und ermächtigt auch nicht mehr hierzu (mit allenfalls äußerst punktuellen Ausnahmen). Anders als in den meisten privat- und vertragsrechtlichen Rechtsgebieten bildet dies auch **keine seltene Ausnahme**, sondern inzwischen jedenfalls bei Neuerlass sogar schon den Regelfall: EU-Prospekt-VO (6. Teil 2. Abschnitt), MAR (6. Teil 3. Abschnitt), EU-Leerverkaufs-Verordnung, EMIR, EU-Benchmark-VO (alle 6. Teil 4. Abschnitt) und auch EU-PRIP-Verordnung und EU-Zentralverwalter-Verordnung (beide 8. Teil) erschöpfen praktisch gänzlich die kapitalmarktrechtliche EU-Gesetzgebungstätigkeit seit der Finanzkrise – wenn man einmal von MiFID II absieht, einem zugegebenermaßen fundamental wichtigen Rechtsakt, der freilich für wichtige Teile doch auch wieder von einer EU-Verordnung flankiert wird, der MiFIR. Daher konzentriert sich die Auslegung im neueren EU-Kapitalmarktrecht – bei den EU-Verordnungen – ganz auf der EU-Ebene und (mit Letztentscheidungsbefugnis) beim EuGH (kein nationales Umsetzungsrecht und auch keine nationale Rechtssetzung in unregulierten Fragen). Die Auslegungslehre ist nach dem Gesagten der in Deutschland bekannten weitgehend vergleichbar – mit den Besonderheiten, dass eine teleologische Auslegung (nach dem „effet utile“) besonderes Gewicht hat und EU-Recht einheitlich und nicht in Anlehnung an nationale Referenzrechtsordnungen auszulegen ist. Auch auf das Gewicht der Erwägungsgründe ist nochmals hinzuweisen (zu allem oben 1. Teil Rn 113, zu den Erwägungsgründen sogleich noch unter 2. und 3.).

b) (Vollharmonisiertes) Richtlinienrecht. Im Kapitalmarktrecht ist auch die Harmonisierung durch EG/EU-Richtlinien ausgesprochen **dicht und lückenlos**. Im Kapitalmarktrecht sind dies – nach der mehrfachen Ausgliederung in die oben genannten EU-Verordnungen – vor allem noch die EG-Transparenz- und die EG-Übernahme-Richtlinie (alle 6. Teil, 2., 5. und 6. Abschnitt)

sowie die EG-Börsen-Richtlinie (7. Teil) und die MiFID II (8. Teil). Selten bleiben Lücken, freilich erlauben bisher alle EG/EU-Richtlinien strengere nationale Regeln²⁵⁶ und es wurde von dieser Möglichkeit zwar nicht häufig Gebrauch gemacht, aber immerhin beispielsweise bei den sog. Kick-back-Zahlungen (Inducements) in Deutschland (§ 70 WpHG) und in Großbritannien (sog. gold-plating, vgl. 8. Teil Rn 243–252). Die genannten Auslegungsgrundsätze gelten auch für EG/EU-Richtlinien. Dies betrifft freilich nur die EU-Ebene, auf der in einem ersten Schritt das Auslegungsergebnis nach Europäischen Methoden – in gleicher Form wie bei EG/EU-Verordnungen – zu ermitteln ist. Da EU-Richtlinien nach Art. 288 Abs. 3 AEUV an die Mitgliedstaaten, nicht direkt an die Marktteilnehmer gerichtet sind, stellt sich in einem zweiten Schritt freilich die Frage, wie das auf EU-Ebene gefundene (Auslegungs-)Ergebnis im innerstaatlichen Verkehr Wirkung entfaltet. Im Ergebnis ist hierzu zu konstatieren, dass (auch) im Kapitalmarktrecht das auf EU-Ebene gefundene Ergebnis (i.d.R.) **im nationalen Rechtsverkehr, namentlich vor nationalen Gerichten, vollumfänglich durchzusetzen** ist: sei es weil die Richtlinienregel doch ausnahmsweise direkt anwendbar ist (im Vertikalverhältnis), oder sei es (im Restbereich), weil der nationale Gesetzgeber wörtlich umsetzte (im Kapitalmarktrecht sehr häufig) und daher das Gebot richtlinienkonformer Auslegung des nationalen Rechts unzweifelhaft und uneingeschränkt eingreift, oder weil er jedenfalls richtig umsetzen wollte – auch dies mit der (zutreffenden) Folge (nach EuGH, jedenfalls jedoch nach BGH), dass nationales Recht wiederum zwingend und uneingeschränkt richtlinienkonform auszulegen ist (zu allem näher und mit Nachw. oben 1. Teil Rn 112).

138 c) Lamfalussy-Ausführungsregeln und Rule Book. Die Einheitlichkeit der EG/EU-Regeln und ihrer Anwendung wird zusätzlich gefördert durch die Lamfalussy-Regelungsarchitektur – mit Ausführungsregeln (i.d.R. als EU-Verordnung, erlassen von der EU-Kommission) und Interpretationshilfen (vorweggenommene Verwaltungspraxis) auf Ebene II und III und Kontrolle der jeweiligen nationalen Umsetzung auf Ebene IV –, jedoch ebenfalls durch die Ausbildung eines „Single Rulebook“. Beide Techniken wurden bereits vorgestellt (oben 1. Teil Rn 44–48, zum Konsultationsverfahren bei der ESMA oben Rn 96). Während jedoch die Lamfalussy-Architektur der Gesetzgebung für das Kapitalmarktrecht entwickelt wurde und auch hier weiterhin ihr einziges Einsatzgebiet im Bankgeschäft findet, ist umgekehrt hier die Idee eines Single Rulebook noch keineswegs vergleichbar entwickelt wie für das Bankaufsichtsrecht (oben 1. Teil Rn 47f.) und das Zahlungsverkehrsrecht (vgl. oben 3. Teil Rn 6–9).²⁵⁷

139 d) Gespaltene Auslegung (Sonderauslegungsregeln für Strafrecht). Im Kapitalmarktrecht spielen Strafsanktionen eine erhebliche Rolle, bei Erlass der MAR wurde mit der MAD II (CrimMAD) sogar ein gesonderter Rechtsakt für die (Harmonisierung der) Strafsanktionen erlassen (oben Rn 129 und unten 8. Teil 17. Abschnitt, insb. Rn 292f.) – aber auch anderen EU-Verordnungen liegen strafrechtlich relevante Sachverhalte zugrunde, etwa der Libor-/Euribor-Skandal. Früh plädierte *Cahn* für eine gespaltene Auslegung von Verhaltensanforderungen, die in EU-Rechtsakten formuliert werden.²⁵⁸ Er stieß damit ursprünglich fast einhellig auf Ablehnung, noch heute ist die hM zögerlich.²⁵⁹ Für *Cahns* Position spricht, dass in den legislativ und justiziell entschiedenen Sonderkonstellationen, in denen sich die Frage stellte, jeweils in der Tat

²⁵⁶ Vgl. *Grundmann* EuGesR, S. 140; und für einzelne Richtlinien unten 6. Teil Rn 72 und 7. und 8. Teil Rn 12f.

²⁵⁷ *Veil* Europäische Kapitalmarktunion, ZGR 2014, 544 (582).

²⁵⁸ *Cahn* ZHR 162 (1998), 1 (3–11); zustimmend *Schürnbrand* Wider den Verzicht auf die gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht, NZG 2011, 1213; KölnKomm-WpHG/*Hirte* § 21 Rn 7.

²⁵⁹ Überblick etwa bei *Schwark/Zimmer* Einl. WpHG Rn 34 (4. Aufl., 5. Aufl. entfallen); in der jüngeren Literatur weit überwiegend eine gespaltene Auslegung befürwortend: *Buck-Heeb* WM 2020, 157; *Cahn* FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 41; *Poelzig* Zvgl.RWiss 117 (2018) 505.

für eine „gespaltene Auslegung“, d.h. Sonderbetrachtung für das Strafrecht optiert wurde: Der Grundsatz des *nulla poena sine lege* und das daraus abgeleitete Analogieverbot gelten auch im Europäischen Recht (Art. 49 Grundrechte-Charta).²⁶⁰ Aus deutscher, jedoch auch Europäischer Sicht ist unbezweifelbar, dass diese verfassungsrechtlichen Schranken, vor allem das Analogieverbot, zu beachten sind.²⁶¹ Diese Grundposition wird durch den Europäischen Gesetzgeber bestätigt, indem er neben der MAR – namentlich wegen der dort verwendeten offenen Begrifflichkeiten – mit der MAD II (CrimMAD) einen Harmonisierungsakt setzt, mit dem deutlich gemacht wird, dass die Auslegung einerseits im Verwaltungsrecht (ganz in der MAR geregelt), jedoch auch im Zivilrecht, soweit zivilrechtliche Ansprüche überhaupt in Betracht kommen, und andererseits im Strafrecht (mit Ordnungswidrigkeitenrecht) nicht die gleiche sein muss. Doch auch der EuGH hat jedenfalls für die Frage der richtlinienkonformen Auslegung (oben Rn 139 und 1. Teil Rn 112) eine Pflicht, nationale Auslegungskanonens so zu modifizieren und anzupassen, dass das nationale Recht im Ergebnis mit der Auslegung der Europäischen Richtlinie in Einklang gebracht werden kann, im Strafrecht gerade abgelehnt.²⁶² Eine Verurteilung soll also nur zulässig sein, soweit schon die deutschen Auslegungsmethoden sie tragen. Leider werden diese Wertungsaspekte nicht zum Ausgangspunkt in der Frage nach der gespaltenen Auslegung gemacht. Ihr Gewicht und ihre Dichte sprechen jedoch dafür, einen allgemeinen Rechtsgrundsatz dahingehend anzunehmen, dass für das Strafrecht auch auf EU-Ebene eigene – an strafrechtlichen Grundwertungen ausgerichtete – Auslegungsgrundsätze gelten.

2. Effet utile – Effizienz und ökonomisches Kalkül als Auslegungsleitlinie? EG/EU- 140
Kapitalmarktrechtsakte, die nach dem Gesagten zunächst auszulegen sind und mit denen – ihrem Auslegungsergebnis – der nationale Umsetzungsakt nach dem Gesagten flächendeckend in Übereinstimmung zu bringen ist, spezifizieren ihre Hauptziele regelmäßig ausdrücklich, vor allem in den Erwägungsgründen,²⁶³ teils auch (implizit) im regelnden Teil. Hierbei wird auf kein Ziel so durchweg und konsistent rekurriert wie das der „Effizienz“ – Effizienz der Kapitalmärkte, offenbar vor allem ihrer **Allokationsfunktion** (oben Rn 14–17) –, aber auch des **Anlegerschutzes**. Dies wird im Folgenden für die einzelnen Rechtsakte immer wieder aufgegriffen und noch näher spezifiziert. Vorliegend ist nur überblicksweise zu betonen, wie **konsistent solch ein Verweis zu finden** ist: prominent in den beiden jüngsten Hauptrechtsakten, der MAR und der MiFID II,²⁶⁴ ähnlich zentral aber auch in allen jüngeren EU-Verordnungen zum Kapitalmarktrecht,²⁶⁵ aber auch schon in den zentralen EG-Richtlinien wie der EG-Prospekt-Richtlinie als dem Basisrechtsakt für das Primärmarktrecht (auch nach Überführung in eine EU-VO.²⁶⁶ Da es sich

260 Dazu etwa *Dauses* Der Schutz der Grundrechte in der Rechtsordnung der Europäischen Union – unter besonderer Berücksichtigung des institutionellen Schutzes dieser Rechte, 2010, S. 96; *Frenz* Europarecht, 2. Aufl. 2016, Rn 1261f.

261 Unstr. vgl. BVerfG 10.1.1995 – 1 BvR 718, 719, 722, 723/89, BVerfGE 92, 1 (12); *Cahn* ZHR 162 (1998), 1 (3); auch *Assmann/Schneider* WpHG, 6. Aufl. 2012, Einl. Rn 72.

262 EuGH Urt. v. 8.10.1987 – Rs. 80/86 (*Kolpinghuis Nijmegen*), Slg. 1987, 3969, 3969 und 3985; dazu etwa *Brechmann* Die richtlinienkonforme Auslegung – zugleich ein Beitrag zur Dogmatik der EG-Richtlinie, 1994, S. 54–56.

263 Zu deren hervorragender Bedeutung bei der Auslegung vgl. nur (zwar nicht alleine pflichtbegründend, aber vorrangig für Ermittlung des Normziels, teils auch Analogien stützend): *Riesenhuber* Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 6 Rn 48–52 (*Königden*), § 10 Rn 38 (*Riesenhuber*), § 18 Rn 34 f. (*Rebhahn*), § 22 Rn 17 (*Stotz*).

264 Erw. gründe 1, 19 MAR und auch etwa Art. 13 Abs. 2 lit. c) MAR; Erw. gründe 11, 13 und bes. 164 MiFID II; ausf. zur Interpretation der (Parallel-)Rechtsakte der zweiten Richtliniengeneration unter dem Effizienzaspekt: *Sester* Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarktrichtlinien und -standards, ZGR 2009, 310.

265 Erw. gründe 2, 9, 11 EMIR; Erw. gründe 5, 25 EU-Leerverkaufs-VO; Erw. gründe 1–3 EU-PRIP-VO; auch 1. Erw. grund EU-Benchmark-VO.

266 Erw. gründe 1–3 EG-Prospekt-Richtlinie und Erw. gründe 1, 3 f., 7, 10 13 EU-Prospekt-VO et passim. Zur zentralen Stellung des Emissionsgeschäfts (mit Prospekterstellung) im Investment Banking insgesamt vgl. oben Rn 27.

bei der Funktion effizienter Mittelallokation, jedoch auch bei anderen Formen von Effizienz um vor allem **wirtschafts- und finanzwissenschaftlich geprägte Konzepte** handelt, ist es für eine angemessene Auslegung und Bewertung aller Rechtsakte unumgänglich, von dieser Funktionsbeschreibung auszugehen (oben 1. Abschnitt) und wirtschafts- und finanzwissenschaftliche Modelle auch bei der Einzelauslegung heranzuziehen. Dies gilt im (Europarechtlich verfassten) Kapitalmarktrecht und Recht des Investment Banking unabhängig von der Frage, ob und in welchem Rahmen eine ökonomische Analyse des Rechts im allgemeinen Privatrecht methodisch vertretbar ist oder nicht.²⁶⁷

3. Regulierung und Privatrecht

141 a) Hauptfrage: Privatrechtliche Wirkung von Markt- und Institutsregulierung. Die praktisch derzeit wohl wichtigste Auslegungsgrundsatzfrage im Europäischen Kapitalmarktrecht geht dahin, ob (auch **aufsichtsrechtlich zu qualifizierende**) **Standards**, deren Einhaltung von der BaFin geprüft und überwacht wird, **auch zur Inhaltsbestimmung bestehender Verträge oder aber als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB** herangezogen werden können. Während dies etwa im Zahlungsdiensterecht problemlos bejaht wird, desgleichen im Prospektrecht – und dies auch schon zu einer Zeit, als keine ausformulierte Prospekthaftungsregel im EG-Rechtsakt zu finden war –, ist dies insbesondere bei den Marktmissbrauchsregeln (heute Art. 7–15 MAR) und den Wohlverhaltensregeln des Wertpapierhandelsrechts (§§ 63ff. WpHG) umstritten. Vorliegend geht es nur um die Kernüberlegungen, die bei der Beantwortung dieser Frage anzustellen sind – weil sich hierbei herausstellt, dass zentral darauf abzustellen ist, **welche Ziele die einzelne Norm**, die den Standard setzt, verfolgt und daher die Frage jeweils nur unter Rekurs auf die Einzelnorm endgültig entschieden werden kann.

142 Angesichts des **Vorrangs des EU-Rechtsakts** und angesichts des lückenlos anzuwendenden Grundsatzes einer richtlinienkonformen Auslegung, sollte schon im Ausgangspunkt kein Zweifel darüber bestehen, dass die Frage, ob die Norm auch privatrechtliche Wirkung entfalten soll, allein anhand der **Ziele des EU-Rechtsakts** zu entscheiden ist.²⁶⁸ Würde die nationale Norm anders auszulegen sein, würde es sich um eine Verkürzung der Richtlinienvorgabe handeln, die im Wege der richtlinienkonformen Auslegung zu korrigieren wäre. Für EU-Verordnungen – namentlich heute MAR – besteht ohnehin keine Alternative. Dies hat auch zur Folge, dass bei höchstrichterlicher Rechtsprechung im EU-Ausland, die in eine andere Richtung deutet,²⁶⁹

267 Vgl. dazu die in Deutschland vor allem in den 1990er Jahren geführte Kontroverse (eher ablehnend) *Taupitz* Ökonomische Analyse und Haftungsrecht – eine Zwischenbilanz, AcP 196 (1996) 114 (bes. 127 f., 135 f.); auch *Eidenmüller* Effizienz als Rechtsprinzip – Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts 1999, S. 451 f.; und befürwortend *Grundmann* Methodenpluralismus als Aufgabe – zur Legalität von ökonomischen und rechtsethischen Argumenten in Auslegung und Rechtsanwendung, RabelsZ 66 (1997) 423 (430–443); allgemeiner auch *Hatzis* (Hrsg.), *Economic Analysis of Law: A European Perspective*, 2003). Für die Ansätze der Hermeneutik als grundlegender Kommunikationstheorie des 20. Jahrhunderts, aber auch etwa der Fortentwicklung positivistischen Denkens, von dem man am ehesten eine ablehnende Haltung gegenüber einer solchen Integration „fremder“ disziplinärer Paradigmen erwarten würde, vgl. *Grundmann* in: *Grundmann/Micklitz/Renner* Privatrechtstheorie, 2015, S. 41–65.

268 So in der Tat (nicht etwa einer verkürzten deutschen Umsetzung): EuGH Urt. v. 19.12.1968 – Rs. 13/68 *Salgoil* Slg. 1968, 679 (693); *Steindorff* EG-Vertrag und Privatrecht, 1996, S. 358. Bei Primärrecht wurde der Charakter als Schutznorm auch für Privatrechtssubjekte bisher stets bejaht: EuGH Urt. v. 16.12.1992 – Rs. C-17/91 *Lormoy en Zonen/Belgien* Slg. 1992, I-6523 (6555); Urt. v. 21.11.1991 – Rs. C-354/90 *Fédération nationale du commerce extérieur des produits alimentaires* Slg. 1991, I-5505 (5528); *Steindorff* aaO S. 305–307. Als eines der zentralen Ziele geben alle maßgeblichen Rechtsakte vor, dass das Anlegervertrauen zu fördern sei. Eine Regel, die dem geschädigten Anleger einen Ersatzanspruch gegen den Schädiger versagt, wenn der Pflichtverstoß, seine Kausalität und die Verantwortlichkeit erwiesen sind, ist offensichtlich geeignet, Anlegervertrauen zu erschüttern.

269 Für Spanien vgl. die verschiedenen Urteile des Supremo Tribunal (st. Rspr.) aus 2014: Roj: STS 354/2014 Id Cendoj: 28079119912014100002 bzw. Roj: STS 2659/2014 Id Cendoj: 28079110012014100312 bzw. Roj: STS 2660/2014

nach der C.I.L.F.I.T.-Rechtsprechung **kein „acte claire“** vorliegen kann, ein letztinstanzielles Gericht wie der BGH also vorzulegen hat (Art. 267 Abs. 3 AEUV). Dies gilt sicherlich für die MAR, weil für die in ihr enthaltenen Verbotsnormen der EuGH die Frage noch nicht beantwortet hat. Dies gilt jedoch m.E. auch für §§ 63 ff. WpHG, weil m.E. der Bankinter-Fall des EuGH gerade keine Aussage zur vorliegenden Frage enthält oder jedenfalls nicht mit Sicherheit („acte claire“) davon auszugehen ist.²⁷⁰

Während schon früh Positionen in beide Richtungen bezogen wurden,²⁷¹ wird die Frage **143** auch weiterhin – bis in die jüngste Vergangenheit – intensiv und grundsätzlich diskutiert,²⁷² was ebenfalls gegen einen „acte claire“ spricht. Inhaltlich ist – um nur ein Beispiel herauszugreifen – für die MiFID festzustellen, dass sie für alle maßgeblichen Wohlverhaltensregeln einen Zweiklang an Zielen statuiert: **individuellen Anlegerschutz** und Markt-Funktionsschutz. Die insoweit maßgeblichen Erwägungsgründe 2, 5, 17, 31 MiFID I und 3, 7 und 40, 45 MiFID II nennen verschiedene Ziele, der 44. Erw.grund MiFID I (ähnlich Erw.grund 45 MiFID II) spricht ausdrücklich von einer Zweizahl der Ziele. Namentlich sind dies: der „Anlegerschutz“ und die „Integrität und Gesamteffizienz des Finanzsystems“ (vgl. nur 2., 5. und 44. Erw.grund MiFID I und 3., 7. und 40. Erw.grund MiFID II). Während mit dem ersten der sog. Individualschutz²⁷³ gemeint ist, ist mit dem zweiten wohl der Funktionsschutz angesprochen, offenbar sowohl hinsichtlich der Wertpapierdienstleister als der Spieler auf den betroffenen Märkten als auch der Kapital-

Id Cendoj: 2807911001201410031 bzw. Roj: STS 2666/2014 Id Cendoj: 28079110012014100316. Für Großbritannien vgl. Urteile des Supreme Court (Lord Hope) vom 29.2.2012, In the matter of Lehman Brothers International (Europe) (In Administration) and In the matter of the Insolvency Act 1986 [2012] UKSC 6 (zivilrechtliche Wirkung der Trennpflicht entspr. § 34 WpHG).

270 EuGH Urt. v. 30.5.2013 – Rs. C-604/11 *Bankinter* ECLI:EU:C:2013:344 = ABL:EU 2013 C 225/16 (Leitsatz) = EuZW 2013, 557 = ZIP 2013, 1417, Anm. *Herresthal* a.a.O. 1420; sowie *Bernau* EWiR Art. 4 RL 2004/39/EG 1/13; *Lieder* LMK 2013, 349404; *Wilsing/Goslar* DStR 2013, 1610. Die *Bankinter* Entscheidung kann in zwei Richtungen verstanden werden: dahingehend, dass die MiFID-Standards als privatrechtliche – individualschützende – Standards zu verstehen sind, jedoch die privatrechtliche Sanktionsfolge im einzelnen – etwa Nichtigkeit oder Schadensersatzpflicht – vom nationalen Recht zu entscheiden ist; oder aber dahingehend, dass nationales Recht überhaupt darüber entscheidet, ob die MiFID-Standards allein aufsichtsrechtlich oder auch privatrechtlich umgesetzt werden. Für das Erste bzw. diese Alternative aufzeigend: *Grundmann* ERCL 8 (2013) 267.

271 Für eine (auch) vertragsrechtliche Qualifikation früh etwa: *Grundmann* EG-Schuldvertragsrecht 4.20 Rn 16; und tendenziell *Hopt* ZHR 159 (1995) 135 (160); *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 16.506 f.; hingegen für Qualifikation als Aufsichtsrecht von Anfang an: *Assmann/Schneider/Müllbert/Koller* Vor § 63 WpHG Rn 1 ff. Immerhin treffen die Pflichten die Wertpapierdienstleister nur, wenn sie die Dienstleistungspflicht (vertraglich) übernehmen, und werden öffentlichrechtliche Regeln, die eine Vertragspartei individuell durchsetzen kann, andernorts im deutschen Recht als zum Vertragsinhalt gehörig qualifiziert: vgl. etwa für Arbeitsschutznormen (unstreitig): *Grundmann* EG-Schuldvertragsrecht 3.43 Rn 29.

272 *Forschner* Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht, 2013; *Einsele* Verhaltenspflichten im Bank- und Kapitalmarktrecht – öffentliches Recht oder Privatrecht?, ZHR 180 (2016), 233; *Klein* Dogmatische Stolpersteine bei der Bestimmung von Schutzgesetzen – aufgezeigt anhand des Musterbeispiels der wertpapierhandelsrechtlichen Wohlverhaltensregeln WM 2016, 862; sowie (zurecht stärker europarechtlich und -methodisch fokussiert), *Hellgardt* AG 2012, 154; speziell zur Lage nach dem 2. FiMaNoG *Buck-Heeb/Poelzig* BKR 2017, 485, 494 f.; für Schutzgesetzqualität des Insiderhandelsverbots plädierten jetzt auch *Beneke/Thelen* Die Schutzgesetzqualität des Insiderhandelsverbots gem. Art. 14 MAR, BKR 2017, 12.

273 *Assmann/Schneider/Müllbert/Koller* § 63 WpHG Rn 1–3; *KölnKomm* WpHG/Möllers § 31 Rn 4; *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 16.506 f.; auch *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 564–571; grundlegend im deutschen Schrifttum: *Hopt* Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 51 f., 334–337; *ders.* 51. DJT 1976, G1 (G47-G51 und G54 f.); *Kübler* Anlageberatung durch Kreditinstitute, ZHR 145 (1981) 204 (205 f.); speziell zum Anlegerschutz als Leitziel in der MiFID I: *Avgouleas* Yearbook of European Law 2004, 321 (356); *Fleischer* BKR 2006, 389 (391); *Teuber* BKR 2006, 429 (429); entsprechend für MiFID II *Einsele* ZHR 180 (2016) 233 (239–243); *Begner/Neuiss* Überblick über die MiFID II, RdF 2012, 76 (81 f.); *Grieser/Juhnke* MiFID II – Auswirkungen auf die Emission von Anleihen und strukturierten Produkten, RdF 2012, 156 (158–160); *Schröter* Ratings (Fn 96), S. 514; *Veil/Veil* EuKapmR § 1 Rn 43; *Walz* Aktuell – ESMA-Konsultationen zu MiFID II, RdF 2014, 198.

märkte selbst, auf denen sie agieren.²⁷⁴ *Hellgardt* weist in einer sorgfältigen Analyse der EuGH-Rechtsprechung darauf hin, dass der EuGH den privatrechtsschützenden Charakter einer Norm sogar – weitergehend als die Rechtsprechung in Deutschland zu § 823 Abs. 2 BGB – bereits dann bejaht, wenn die Rechtsnorm jedenfalls den Schutz einer **abgrenzbaren Gruppe von Schutzadressaten** bezweckt.²⁷⁵ Dies kann schwerlich bezweifelt werden. Insgesamt leidet die Diskussion darunter, dass die ablehnenden Meinungen i.d.R. zu Unrecht Rechtsprechung und Meinungsstand in Deutschland zugrundelegen, nicht hingegen auf EU-Ebene.

144 b) Annex: Private Ordnung. Die Frage, ob Recht durch private Akteure gesetzt werden kann, ist in manchen Gebieten eine auch praktisch wichtige²⁷⁶ – nicht jedoch für das Kapitalmarktrecht und Investment Banking. Denn die große Mehrzahl der Regelwerke – namentlich im Emissionsgeschäft – hat nicht die einheitliche Durchbildung erfahren, dass von einer hinreichenden Grundlage für die Entstehung einer *lex mercatoria* gesprochen werden kann. Daher ist die Grundsatzfrage, welche Rechtswirkungen ein wirklich einheitlich praktiziertes Regelwerk entfaltet, vor allem für den ISDA-Code konkret zu stellen (8. Teil, Rn 286) und nicht abstrakt vorweg. Mit dem City Code on Takeovers hatte das Finanzzentrum London eines der erfolgreichsten solcher Regelwerke (vgl. 6. Teil Abschnitt 6).

145 4. Räumlicher und sachlicher Anwendungsbereich – Verweis. Zentrale Anwendungsfragen betreffen den Anwendungsbereich des jeweiligen Rechtsakts, vor allem den räumlichen Anwendungsbereich (Kollisionsrecht und Grundfreiheitenwirkung) und den sachlichen Anwendungsbereich. Zentrale Elemente des sachlichen Anwendungsbereichs – die erfassten Märkte und die erfassten Instrumente (teilweise) – wurden bereits als Teil der „Infrastruktur“ des Investment Banking in Europa vorgestellt (vgl. oben 55–78 und 79–91). Die sonstigen Fragen sind spezifisch für den jeweiligen Rechtsakt und daher dort wiederaufzugreifen.

274 Ebenso Assmann/Schneider/Mülbert/Koller § 63 WpHG Rn 1–3; *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 16.509; auch *Moloney* EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 564–571; für MiFID II vgl. vorige Fn.; grundlegend auch insoweit *Hopt* und *Kübler* (wie vorige Fn.); breiter zu den Funktionen öffentlicher Aktienmärkte (und und auch den beiden genannten Schutzziele): *Sester* ZGR 2009, 310 (317–334).

275 *Hellgardt* AG 2012, 154 (bes. 158–161).

276 *Collins* Regulating Contracts, 1999, S. 56–62; *Bachmann* Private Ordnung – Grundlagen ziviler Gesetzgebung, 2006; auch *Renner* in: *Grundmann/Micklitz/Renner* Privatrechtslehre, 2015, S. 1929–1939; zur Anwendung konkreter: *Grundmann* Lex mercatoria und Rechtsquellenlehre – insbesondere die Einheitlichen Richtlinien und Gebräuche für Dokumentenakkreditive, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 1991, 43; *ders.* Law merchant als *lex lata* Communitatis – insbesondere die Unidroit-Principles, FS Rolland 1999, S. 145.

SECHSTER TEIL Marktreger

Übersicht

1. Abschnitt: Emissionsgeschäft — 1
 - A. Emission als Markteinführung – Formen, Instrumente, Marktsegmente — 1
 - I. Emissionsgeschäft als primärmarktrechtlicher Gestaltungsrahmen und als Bankgeschäft — 1
 - II. Platzierung: Vielfalt von Effekten und Formen der Marktinanspruchnahme — 8
 - III. Strukturierung der Platzierung: Vielfalt der Verpflichtungen dem Emittenten gegenüber und der Gestaltungen im Konsortium — 17
 - B. Zivilrechtliche Organisation der Emission — 23
 - I. Rechtsbeziehung des Konsortiums zum Emittenten — 23
 - II. Innenbeziehungen des Konsortiums — 34
 - III. Rechtsbeziehungen des Anlegers — 49
2. Abschnitt: Prospektrecht (EU-Prospekt-Verordnung und WpPG-Durchführung) — 62
 - A. Einleitung zum (Europäisierten) Prospekt- und Prospekthaftungsregime — 62
Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 (EU-Prospekt-VO): Erwägungsgründe — 62
Wertpapierprospektgesetz (WpPG): Ausführungsgesetz – Titel und Inhaltsverzeichnis — 63
 - I. Ausgangspunkt und Regelungsziele — 64
 - II. Regelungsentwicklung — 71
 - B. Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen, Ausnahmen (Art. 1–5 EU-Prospekt-VO, §§ 1–7 WpPG) — 82
 - I. Art. 1, 2 EU-Prospekt-VO, §§ 1, 2 WpPG: Anwendungsbereich und (sonstige) Begriffsbestimmungen — 82
 - II. Art. 3–5 EU-Prospekt-VO, §§ 3–7 WpPG: Prospektspflicht, freiwilliger Prospekt und mitgliedstaatliche Ausnahmen — 109
 - C. Erstellung des Prospekts (Art. 6–19 EU-Prospekt-VO) — 123
 - I. Art. 6–7 und 11 Abs. 1 EU-Prospekt-VO: Prospektgehalt – Grundlagen — 123
 - II. Art. 8–10 EU-Prospekt-VO: Mögliche Prospektsonderformen, -bestandteile und -zusammenstellungen — 134
 - III. Art. 11 EU-Prospekt-VO: Prospekthaftung und Prospektgeld – Verweis — 150
 - IV. Art. 12 EU-Prospekt-VO: Gültigkeit — 151
 - V. Art. 13–16 EU-Prospekt-VO: (Mindest-)Inhalte des Prospekts und Vereinfachungen bei Sekundäremission — 155
 - VI. Art. 17–19 EU-Prospekt-VO: Nichtaufnahme von Informationen und Aufnahme mittels Verweis — 167
 - D. Billigung, Hinterlegung und Veröffentlichung des Prospekts, Werbung und Nachtragspflicht (Art. 20–23 EU-Prospekt-VO) — 176
 - I. Art. 20 EU-Prospekt-VO: Prüfung und Billigung — 176
 - II. Art. 21 EU-Prospekt-VO: Veröffentlichung, Aushändigung, Hinterlegung und Bekanntmachung — 180
 - III. Art. 22 EU-Prospekt-VO: Grundregeln jeglicher Werbung — 186
 - IV. Art. 23 EU-Prospekt-VO: Nachtragspflicht — 192
 - E. Grenzüberschreitende Angebote und Zulassungen und Sprachenregime (Art. 24–30 EU-Prospekt-VO) — 198
 - I. Art. 24–26 EU-Prospekt-VO: Grenzüberschreitende Binnenmarktangebote — 198
 - II. Art. 27 EU-Prospekt-VO i.V.m. § 21 WpPG: Sprachenregime — 201
 - III. Art. 28–30 EU-Prospekt-VO: Grenzüberschreitende Drittstaatenangebote — 203
 - F. Prospekthaftung (Art. 11 EU-Prospekt-VO, §§ 8–16 WpPG) — 205
 - I. Hintergrund und Zielsetzung — 205
 - II. Art. 11 EU-Prospekt-VO, §§ 8–11 WpPG: Haftung für fehlerhafte Prospekte bzw. Wertpapier-Informationsblätter — 212
 - III. §§ 12, 13 WpPG: (Gesetzlicher) Haftungsausschluss — 236

- IV. §§ 14, 15 WpPG: Haftung bei fehlendem Prospekt bzw. Wertpapier-Informationsblatt — 256
- V. § 16 WpPG: Grenzen der Haftungsbeschränkung und konkurrierende Ansprüche — 262
- G. Aufsicht und sonstige (Aufsichts-, Sanktions-, Delegations-, Schluss- und Übergangs-)Bestimmungen (Art. 31–49 EU-Prospekt-VO, §§ 17–20, 22–28, 32 WpPG) (Überblick) — 267
 - I. Art. 31–37 EU-Prospekt-VO, §§ 17–20, 22–23, 26, 32 WpPG: Aufsicht von ESMA und der zuständigen Behörden — 267
 - II. Art. 38–43 EU-Prospekt-VO, §§ 24–25 WpPG: Sanktionen und (sonstige) verwaltungsrechtliche Maßnahmen — 274
 - III. Art. 44–49 EU-Prospekt-VO, §§ 27, 28 WpPG: Delegation, Schluss- und Übergangsbestimmungen — 278
- 3. Abschnitt: Marktmissbrauchsregime (Insiderhandels- und -weitergabe sowie Marktmanipulationsverbote), Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealing (EU-VO 596/2014, „MAR“) — 280
 - A. Einleitung zum (Europäisierten) Marktmissbrauchsregime: Regelungsziel und -entwicklung hin zur EU-Marktmissbrauchs-Verordnung („MAR“) — 280
 - Verordnung (EU) Nr. 596/2014 („MAR“): Titel und Erwägungsgründe — 280
 - I. Ausgangspunkt und Regelungsziele — 281
 - II. Regelungsentwicklung und Überblick — 292
 - III. Überblick zu den Regelungsmaterien der MAR — 297
 - B. Allgemeines: Gegenstand, Anwendungsbereich, Begriffe, Registrierung zugelassener Anlageinstrumente (Art. 1–6 MAR) — 299
 - I. Art. 1 MAR: Gegenstand und Ziele — 299
 - II. Art. 2, 3 MAR: Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen — 303
 - III. Art. 4 MAR: Meldung/Register der zugelassenen Anlageinstrumente — 345
 - IV. Art. 5 MAR: Ausnahmen für Rückkauf- und Stabilisierungsmaßnahmen — 348
 - V. Art. 6 MAR: Ausnahmen für wirtschafts- und umweltpolitische Maßnahmen — 358
- C. Insiderhandels- und -weitergabeverbote (Art. 7–11, 14 MAR) — 360
 - I. Insiderhandels- und -weitergabeverbote: Herkunft, System, Ziele (mit Ökonomik) — 360
 - II. Art. 7 MAR: Insiderinformation — 370
 - III. Art. 8 und 14: Insidergeschäfte: Grundtatbestand und Verbot — 389
 - IV. Art. 9 MAR: Gestattungen – Legitime Handlungen — 429
 - V. Art. 10, 11 MAR: Befugte und unbefugte Offenlegung — 446
- D. Marktmanipulationsverbote (Art. 12, 13, 15, Anh. I MAR) und Präventionspflichten betreffend *Marktbetreiber* und *Wertpapierfirmen* (Art. 16 MAR) — 461
 - I. Marktmanipulationsverbote: Herkunft und Ziele (mit Ökonomik) — 461
 - II. Art. 12, 15, Anh. I MAR: Manipulationstatbestände und Verbote — 468
 - III. Art. 13 MAR: Gestattungen – Zulässige Marktpraktiken — 499
 - IV. Art. 16 MAR: Präventionspflichten betreffend Marktbetreiber und Wertpapierfirmen — 511
- E. Art. 17 MAR: Präventionspflichten betreffend *Emittenten*: Ad-hoc-Publizität — 515
 - I. Ad-hoc-Publizität: Herkunft und Ziele (mit Ökonomik) — 516
 - II. Anwendungsbereich (sachlich, persönlich, räumlich) (Abs. 1, 3. UAbs.) — 520
 - III. Tatbestand der Ad-hoc-Publizität (Abs. 1, 1. UAbs.) — 523
 - IV. Zentrale Einzelfälle — 534
 - V. Sonderregelung für Emissionszertifikate (Abs. 2) — 536
 - VI. Aufschub der Ad-hoc-Publizität (Abs. 3–8, 11) — 537
 - VII. Veröffentlichungs-, Berichtigung- und Meldepflichten (Abs. 1 UAbs. 2, Abs. 9–10) — 546
 - VIII. Sanktionen – Verweis — 556
- F. Präventionspflichten betreffend *Insider*: Directors' Dealing (Art. 18, 19 MAR) und Sonderregeln zu Anlageempfehlungen, Statistiken und Medien (Art. 20, 21 MAR) — 557
 - I. Art. 18 und 19 MAR: Insiderlisten und Registrierung sowie Meldung der Einzelgeschäfte von Führungskräften (Überblick) — 557

- II. Art. 20 MAR: Sorgfaltspflichten bei (öffentlichen) Anlageempfehlungen und Statistiken — 569
- III. Art. 21 MAR: Privilegierung von Medien — 573
- G. Aufsicht, Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen (Art. 22–39 MAR – Überblick) — 575
 - I. Art. 22–34 MAR: Aufsicht (Überblick) — 576
 - II. Art. 35–39 MAR: Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen (Überblick) — 578
- 4. Abschnitt: Marktverhaltensregeln zu Leerverkäufen (EU-VO 236/2012), OTC-Derivaten, Gegenparteien, Transaktionsregistern (EU-VO 648/2012, „EMIR“) und Benchmarks (EU-VO 2016/1011) — 580
 - A. Kommentierung: Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps — 581
 - I. Regelungsumfeld, -ziele und -entwicklung — 582
 - II. Gegenstand, Anwendungsbereich und Kernbegriffe (Art. 1–4) — 596
 - III. Transparenz Netto-Leerverkaufspositionen (Art. 5–11) — 623
 - IV. Zwingende Absicherungskautelen bei ungedeckten Leerverkäufen und diesbezügliche Anforderungen an zentrale Gegenparteien (Art. 12–15) — 635
 - V. Ausnahmen (Art. 16, 17) — 654
 - VI. Erweiterte Befugnisse nationaler Behörden und der ESMA in Krisen (Art. 18–31) (Überblick) — 666
 - VII. Allgemeines Aufsichts-, Befugnis- und Datenschutzregime (Art. 32–41) (Überblick) — 674
 - VIII. Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen (Art. 42–48) (Überblick) — 681
 - B. Kommentierung: Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR) — 684
 - I. Regelungsumfeld, -ziele und -entwicklung — 685
 - II. Gegenstand, Anwendungsbereich und Kernbegriffe (Art. 1–3) — 696
 - III. Clearing, Meldung und Risikominderung von OTC-Derivaten und Derivaten (Art. 4–13) — 732
 - IV. Zulassung und Beaufsichtigung von sowie Anforderungen an CCPs (Art. 14–35) – Verweis — 776
 - V. Wohlverhaltensregeln (Art. 36–39) — 777
 - VI. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an CCPs, Interoperabilitätsvereinbarungen, Registrierung, Beaufsichtigung und Anforderungen an Transaktionsregister, Gemeinsame und Schlussbestimmungen (Art. 40–84) – Verweis — 794
- C. Kommentierung: Verordnung (EU) 2016/1011 über Indizes, die als Referenzwert u.ä. verwendet werden (Benchmark-VO) — 795
 - I. Regelungsumfeld, -ziele und -entwicklung — 796
 - II. Gegenstand, Anwendungsbereich und Kernbegriffe (Art. 1–3) — 813
 - III. Integrität und Zuverlässigkeit von Referenzwerten (Art. 4–16) sowie Anforderungen an verschiedene Arten von Referenzwerten (Art. 17–26) – Verweis — 835
 - V. Transparenz und Verbraucherschutz (Art. 27–28) — 836
 - VI. Verwendung der Referenzwerte in der Union (Art. 29–33) (Überblick) — 842
 - VII. Zulassung, Registrierung und Beaufsichtigung von Administratoren (Art. 34–48) (Überblick) — 850
 - VIII. Delegierte Rechtsakte und Schlussbestimmungen (Art. 49–59) (Überblick) — 854
- 5. Abschnitt: Emittentenbezogenes und sonstiges Kapitalmarktrecht jenseits des Investment Banking (Überblick) — 857
 - A. Gesamtüberblick über die wichtigsten Einzelstücke — 857
 - B. Periodische Folgepublizität (Zwischen- und Finanzberichte, §§ 114–118 WpHG) — 860
 - C. Beteiligungstransparenz (§§ 33–47 WpHG) — 876
- 6. Abschnitt: Übernahmerecht (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG) — 897
 - A. Grundlagen, insbesondere zu Übernahmepraxis und (Europäisiertem) Übernahmeregime — 898
 - I. Beratungs- und Finanzierungsgeschäft der (Investment-)Banken — 900
 - II. Regelungsbedarf und -ziele des Übernahmerechts — 910

<ul style="list-style-type: none"> III. Regelungssystem, -entwicklung und Harmonisierungsintensität — 923 B. Anwendungsbereich, Angebotsarten und Kontrollschwelle — 929 <ul style="list-style-type: none"> I. Anwendungsbereich und Grundbegriffe, Grundsätze und Zuständigkeiten — 930 II. Systematik der Erwerbangebote — 949 III. Kontrollschwelle — 966 C. Ablauf — 987 <ul style="list-style-type: none"> I. Vorbereitungsphase — 988 II. Abgabe des Angebots — 995 III. Reaktion der Zielgesellschaft — 1002 	<ul style="list-style-type: none"> IV. Annahme des Angebots — 1010 V. Nachbereitung — 1017 D. Begleitung des Bieters — 1024 <ul style="list-style-type: none"> I. Dokumentation — 1025 II. Akquisitionsfinanzierung — 1028 III. Finanzierungsbestätigung (§ 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG) — 1033 IV. Gewährleistungserklärung (§ 327b Abs. 3 AktG) — 1043 E. Begleitung der Zielgesellschaft — 1049 <ul style="list-style-type: none"> I. Dokumentation (Verweis) — 1050 II. Defense Manual — 1052 III. Fairness Opinion — 1057
--	---

ERSTER ABSCHNITT Emissionsgeschäft¹

Schrifttum

a) Monographien, Sammelbände, Kommentare: *Assmann* Prospekthaftung – als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, 1985; *Assmann/Schneider* (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 6. Aufl., 2012; *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.) Wertpapierhandelsrecht – Kommentar – WpHG, PRIIP, MiFIR, Leerverkaufs-VO, EMIR, 7. Aufl. 2019; *Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.) Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl., 2020; *Bankson/Lee* (Eds) Euronomotes, 1985; *Biber* Das Konsortialgeschäft der Banken in steuerlicher Sicht – eine systematische Untersuchung der Emission von Inhaberschuldverschreibungen, 1980; *Böse* Der Einfluß des zwingenden Rechts auf internationale Anleihen, 1963; *Bosch/Groß* Das Emissionsgeschäft, in: Bankrecht und Bankpraxis V, Stand 7.2015, RdNr 10/1–10/430; *Delaume* Legal Aspects of International Lending and Economic Development Financing, 1967; *Delorme/Hoessrich* Konsortial- und Emissionsgeschäft, 2. Aufl., 1971; *De Meo* Bankenkonsortien – eine Untersuchung zum Innen- und Außenrecht von Emissions-, Kredit- und Sanierungskonsortien sowie zu deren Haftung für das Handeln von Konsortialvertretern, 1994; *Dempfle* Finanzinnovationen an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten, 1988; *Dennig* Die Euro-Teilmärkte – Analyse ihrer quantitativen und qualitativen Bedeutung im Vergleich zu den Finanzmärkten der Bundesrepublik Deutschland und der USA, 1987; *Deutsche Bank* (Hrsg.), Praxishandbuch Börsengang, 2006; *Dittrich* Die Privatplatzierung im deutschen Kapitalmarktrecht – eine Untersuchung der Vorschriften des Auslandsinvestmentgesetzes, des Wertpapierverkaufsprospektgesetzes und des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften unter Berücksichtigung des Rechts der Vereinigten Staaten von Amerika und des Vereinigten Königreichs, 1998; *Donnerstag* Der Euro-Kapitalmarkt, 1973; *Ekkenga/Maas* Das Recht der Wertpapieremissionen, 2006; *Fredebeil* Aktienemission – Das underwriting agreement (der Übernahmevertrag) und seine spezifischen Klauseln, 2002; *Frohne* Prospektpflicht und Prospekthaftung in Deutschland, Frankreich und den USA, 1974; *Gerner-Beuerle* Die Haftung von Emissionskonsortien: eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen und des US-amerikanischen Rechts, 2009; *Giesberts/Hilf* Handel mit Emissionszertifikaten, 2002; *Goltz* Vertragsgestaltung bei Roll-Over-Eurokrediten – Risikokontrolle und Risikoverteilung bei einem neuen Finanzierungsinstrument, 1980; *Graaf* Euromarket Finance – Issues of Euromarket Securities and Syndicated Eurocurrency Loans, 1991; *Grzimek* Die Rechtsgrundsätze der Begebungskonsortien, 1910; *Hammen* (Hrsg.) Interessenkonflikte beim Börsen-

¹ Umfangreiche Passagen dieses Abschnittes in Anlehnung an Teil I. und III. meines Beitrages (§ 113) zum Bankrechts-Handbuch. Ich danke beiden Verlagen für das Entgegenkommen. Soweit nicht ausdrücklich anders bezeichnet beziehen sich die Verweise auf das WpHG auf die Fassung, die es seit der letzten Änderung durch Art. 4 und 5 des Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-ProspektVO und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10.7.2018 (BGBl. I S. 1102) erhalten hat. Mit dem Zusatz „a.F.“ wird im Zusammenhang mit dem WpHG, soweit er nicht ausdrücklich abweichend verwendet wird, auf die Fassung des WpHG verwiesen, wie sie vor dem Inkrafttreten des Ersten und Zweiten Finanzmarktneuellierungsgesetz vom 30.6.2016 und 23.6.2017 (BGBl. 2016 I S. 1514 und 2017 I S. 1693 [bes. Artikel 3]) galt.

gang von Börsen, 2009; *Hämmerli* Aspekte des schweizerischen Emmissionsgeschäftes – in volkswirtschaftlicher, bankbetriebswirtschaftlicher und juristischer Sicht, 1986; *Hartwig-Jacob* Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, 2001; *v. Hecke* Problèmes juridiques des emprunts internationaux, 2. Aufl., 1964; *Heitmann* High-Yield-Anleihen, 2007; *Hemmerling* Aktienrechtliche Probleme bei der Begebung von Optionsschuldverschreibungen ausländischer Tochtergesellschaften, 1991; *Hinsch/Horn* Das Vertragsrecht der internationalen Konsortialkredite und Projektfinanzierungen, 1985; *Hopt* Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen – Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz, 1991; *Horn* Das Recht der internationalen Anleihen, 1972; *Horst* Kapitalanlegerschutz – Haftung bei Emission und Vertrieb von Kapitalanlagen – ein juristische und ökonomische Analyse, 1987; *Hottenrott* Ausgesuchte Fragen des Rechts der Begebung von Globalanleihen durch deutsche Emittenten, 2002; *Immenga* Die Stellung der Emissionskonsortien in der Rechts- und Wirtschaftsordnung, 1981; *Jacquemont* L'Émission des emprunts euro-obligataires – pouvoir bancaire et souverainetés étatiques, 1976; *Kallrath* Die Inhaltskontrolle der Wertpapierbedingungen von Wandel- und Optionsanleihen, Gewinnverschreibungen und Genußscheinen, 1994; *Keutner* Die Emission von Euro-Aktien aus der Sicht der Marktteilnehmer, 1989; *Kiel* Internationales Kapitalanlegerschutzrecht – Zum Anwendungsbereich kapitalanlegerschützender Normen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, 1994; *König* Die internationalprivatrechtliche Anknüpfung von Syndicated Loan Agreements, 1984; *Kohls* Die vorvertragliche Informationshaftung nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland, der USA und Englands – am Beispiel der Lead Bank eines Kreditkonsortiums, 1990; *Kolbeck* (Hrsg.) Bankinnovationen – Chancen und Risiken der neuen Bankgeschäfte, 1986; *Landmann* Die Haftung für Comfort Letters bei der Neuemission von Aktien, 2007; *Lang* Internationales Emmissionsgeschäft – das emittentenbezogene Marketing der Banken, 1993; *Liebenow* Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht – ein Beitrag zu einem Recht der Unternehmensfinanzierung und zum Verbandsrecht der Innengesellschaft, 2015; *Lochner* Darlehen und Anleihe im internationalen Privatrecht, 1954; *Löffler* Anleihen – Nationale und internationale Anleiheformen als Finanzierungsinstrument und Kapitalanlage, 1987; *Masuch* Anleihebedingungen und AGB-Gesetz, 2001; *R. Müller* Das Emmissionskonsortium im Wettbewerbsrecht, 2008; *Natermann* Der Eurodollarmarkt in rechtlicher Sicht – Institutioneller Rahmen und Regelungsmöglichkeiten, 1977; *Pöhler* Das internationale Konsortialgeschäft der Banken. Grundlagen – betriebswirtschaftliche Funktionen – Risiken und Risikopolitik, 1988; *Rayermann* Der internationale Konsortialvertrag, 2002; *Rohr* Grundzüge des Emmissionsrechts, 1990; *Schanz* Börseneinführung, 4. Aufl. 2012; *Schmid* Kollisionsrechtliche Probleme bei internationalen Darlehen und Anleihen, 1954; *Schönle* Bank- und Börsenrecht, 2. Aufl., 1976, § 19 II; *Scholze* Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken, 2 Bde., 1973; *Schürmann* Festübernahme bei Emission von Anleiheobligationen, 1971; *Schumann* Optionsanleihen – Rechtliche Grundlagen und aktuelle Probleme, 1990; *Schwark/Zimmer* (Hrsg.) Kapitalmarktrechts-Kommentar – Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Europäische Marktmissbrauchsverordnung, 5. Aufl., 2020; *Schweizer/Mattle* Euromarkt, Finanzmarkt ohne Grenzen, 1982; *Siebel* Rechtsfragen internationaler Anleihen, 1997; *Singhof* Die Außenhaftung von Emmissionskonsortien für Aktieneinlagen, 1998; *Stucke* Rechte der Gläubiger bei DM-Auslandsanleihen 1988; *Ulrich* Die Pionierrolle im Emmissionsgeschäft mit Finanzderivaten – empirische Analyse des deutschen Optionsscheinmarktes, 1999; *Valenthin* Rechtsgrundlagen des Bankgeschäfts, 1974; *Veranneman* Schuldverschreibungsgesetz – Kommentar, 2. Aufl. 2016; *Wielens* Die Emission von Auslandsanleihen – eine Analyse ihrer Marktelemente, ihrer Entwicklung seit 1945 und ihrer Bedeutung für die Integration d. Kapitalmärkte, 1971; *Willamowski* Bookbuilding – die marktorientierte Emission von Aktien nach deutschem und U.S.-amerikanischem Recht, 2000; *Zerey* (Hrsg.), Finanzderivate. Rechtshandbuch, 4. Aufl. 2016.

b) Aufsätze und Beiträge: *Arbeitskreis* zum „Deutsche Telekom III-Urteil“ des BGH – Thesen zum Umgang mit dem „Deutsche Telekom III-Urteil“ des BGH vom 31.5.2011, NJW 2011, 2719 bei künftigen Börsengängen, ZBB 2011, 379; *Assmann* Zur Haftung von Konsortien für das rechtsgeschäftliche Handeln ihrer Vertreter – Bemerkungen zum Urteil des BGH vom 9.7.1984 (II ZR 193/83, Köln), ZHR 152 (1988), 371; *ders.* Die Regelung der Primärmärkte für Kapitalanlagen mittels Publizität im Recht der Europäischen Gemeinschaft, AG 1993, 549; *ders.* Anleihebedingungen und AGB-Recht, WM 2005, 1053; *Assmann/Buck* Europäisches Kapitalmarktrecht, EWS 1991, 110, 190, 220; *Assmann/Sethe* Kapitalaufbringungskontrolle bei Barkapitalerhöhungen mit mittelbarem Bezugsrecht – Bemerkungen zum Urteil des BGH vom 5.4.1993 (II ZR 195/91, Frankfurt/Main – „co op“), ZHR 158 (1994), 646; *Bärwaldt* Emmissionskonsortium, in: Beck'sches Handbuch der Personengesellschaft, 4. Aufl. 2014, § 22 Rn 71f.; *Baums* Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes, ZBB 2009, 1; *Baums/Theissen* Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen, ZBB 1999, 125; *Bliesener* Änderung von Anleihebedingungen in der Praxis, in: Baum/Fleckner/Hellgardt/Roth

(Hrsg.) Perspektiven des Wirtschaftsrechts – Beiträge für Klaus J. Hopt 2008, 355; *Brocker/Wohlfarter* Die Auswirkungen der neuen Prospektpflicht für Bezugsrechtmissionen auf die Eigenkapitalbeschaffung mittelständischer Unternehmen, BB 2013, 393; *Büschgen* Das Konsortialgeschäft der Banken im Wandel, ÖBA 1988, 423; *Bungert* Wertpapierbedingungen und Inhaltskontrolle, DZWIR 1996, 185; *Busch* Aktuelle Rechtsfragen des Bezugsrechts und Bezugsrechtsausschlusses beim Greenshoe im Rahmen von Aktienemissionen, AG 2002, 230; *Drygala* Die Vollharmonisierung des Vertriebsrechts für Finanzdienstleistungen im Fernabsatz, Festschrift für Lutter, 2000, 1563; *Ebenroth* Die internationalprivatrechtliche Anknüpfung von Finanzinnovationen aus deutscher und schweizerischer Sicht, Festschrift für Keller, 1989, S. 391; *Ekkenga* Wertpapier-Bedingungen als Gegenstand richterlicher AGB-Kontrolle?, ZHR 160 (1996), 59; *Gottschalk* Emissionsbedingungen und AGB-Recht, ZIP 2006, 1121; *Grana* Anleiheemissionen von Emittenten aus Drittstaaten in der Europäischen Union, Corporate Finance Law 2012, 283; *Grieser/Juhnke* MiFID II – Auswirkungen auf die Emission von Anleihen und strukturierten Produkten, RdF 2012, 156; *Groß* Verdeckte Sacheinlage, Vorfinanzierung und Emissionskonsortium, AG 1993, 108; *ders.* Bookbuilding, ZHR 162 (1998) 318; *ders.* Kursstabilisierung, GS Bosch 2006, S. 49; *ders.* Zulassung von Wertpapieren zum amtlichen Handel, FB 1999, 24; *ders.* Das Ende des so genannten „Greenshoe“? – zugleich Besprechung des Urteils des Kammergerichts vom 22.8.2001, ZIP 2002, 160; *Groß/Klein* Kein Untergang von Verlusten nach § 8c KStG beim Börsengang, AG 2007, 896; *Grundmann* Konsortien, Gesellschaftszweck und Gesamthandsvermögen – Typendehnung oder Typenmischung im Gesellschaftsrecht?, Festschrift für Boujong, 1996, S. 159; *Gruson/Harrer* Rechtswahl- und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt, ZBB 1996, 37; *Harrer/Heidemann* Going Public – Einführung in die Thematik, DStR 1999, 254; *Hein* Rechtliche Fragen des Bookbuildings nach deutschem Recht, WM 1996, 1; *Hoffmann/Baron* Emission und Dokumentation von High-Yield-Anleihen Europäischer Unternehmen in der Marktpraxis, ZBB 2005, 317; *Hoffmann-Becking* Neue Formen der Aktienemission, Festschrift für Lieberknecht 1997, S. 25; *Hopt* Änderungen von Anleihebedingungen – Schuldverschreibungsgesetz, § 796 BGB und AGBG, Festschrift für Steindorff, 1990, S. 341 (auch WM 1990, 1733); *ders.* Emissionsgeschäft und Emissionskonsortien, Festschrift für Kellermann, 1991, S. 181; *ders.* Emission, Prospekthaftung und Anleihetreuhand im internationalen Recht, Festschrift für Lorenz, 1991, S. 413; *ders.* Neues Schuldverschreibungsgesetz – Bemerkungen und Anregungen aus Theorie und Praxis, Festschrift für Schwark 2009, 441; *Horn* Das neue Schuldverschreibungsgesetz und der Anleihemarkt, BKR 2009, 446; *ders.* Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht aktueller Marktentwicklungen, ZHR 173 (2009), 12; *Immenga* Einlagenschutz beim mittelbaren Bezugsrecht, Festschrift für Beusch, 1993, S. 413; *Joussen* Die Inhaltskontrolle von Wertpapierbedingungen nach dem AGBG, WM 1995, 1861; *Just* Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) – Börsengang durch die Hintertür? ZIP 2009, 1698; *Kahn* Lex mercatoria et euro-obligations, Festschrift für Schmitthoff, 1973, S. 215; *Koch* Das Konsortialgeschäft der Banken, Bank-Archiv 1921/1922, 237; *Kusserow* Auswirkungen aktueller Regulierungsvorhaben auf Schuldverschreibungsemissionen von Kreditinstituten, WM 2013, 1581; *Kusserow/Dittrich* Die Begebung von High-Yield-Anleihen unter deutschem Recht, WM 2000, 745; *Lenenbach* Aktienanleihen: Ihre Behandlung im Zivil- und Börsenterminrecht und nach dem AGBG – Zugleich Besprechung des Urteils des LG Frankfurt, NZG 2000, 793, NZG 2001, 481; *Lutter* Optionsanleihen ausländischer Tochtergesellschaften, AG 1972, 125; *Lutter/Drygala* Rechtsfragen beim Gang an die Börse, Festschrift für Raiser, 1995, S. 239; *dies.* Die zweite Chance für Spekulanten? – zur nachträglichen Korrektur der Konditionen von Optionsschuldverschreibungen, Festschrift für Claussen 1997, S. 261; *Martens* Die bilanzrechtliche Behandlung internationaler Optionsanleihen nach § 150 II AktG, Festschrift für Stimpel, 1985, S. 621; *Mentz/Fröhling* Die Formen der rechtsgeschäftlichen Übertragung von Aktien, NZG 2002, 201; *Meyer* Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatzes Deutschland durch die Going-Public-Grundsätze der Deutsche Börse AG, WM 2002, 1864; *ders.* Neue Entwicklungen bei der Kursstabilisierung, AG 2004, 289; *ders.* Aktienplatzierungen, Meldepflichten und Pflichtangebot, GS Bosch 2006, S. 131; *Möllers/Puhle* Angemessenheit von Platzierungsprovisionen bei Aktienemissionen, ZBB 2011, 212; *Möschel* Das Konsortialgeschäft der Kreditinstitute im Recht der Wettbewerbsbeschränkungen – Emissionskonsortien als marktbeherrschende Unternehmen, ZHR 1972, 273; *Müller/Eising/Bode* Zivilrechtliche Probleme bei der Emission ewiger Anleihen, BKR 2006, 480; *Obermüller/Obermüller* Die Unterbeteiligung im Bankgeschäft – ein Überblick für die Praxis, Festschrift für Werner, 1984, S. 607; *Oltmanns/Zöllner-Petzold* Bezugsrechtskapitalerhöhungen von Unternehmen im Entry-Standard, NZG 2013, 489; *Parmentier* Verdeckte Sacheinlage seitens der Emissionsbank?, ZInsO 2008, 9; *Pfüller/Koehler* Handel per Erscheinen – Rechtliche Rahmenbedingungen beim Kauf von Neuemissionen auf dem Graumarkt –, WM 2002, 781; *Podewils* Transparenz- und Inhaltskontrolle von Zertifikatsbedingungen – insbesondere Zulässigkeit einseitiger Einwirkungsbefugnisse des Emittenten, ZHR 174 (2010) 192; *v. Randow* Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes, ZBB 1994, 23; *Reimnitz* Das Primärgeschäft im Emissionsbereich, in Büschgen/Richolt (Hrsg) Handbuch des internationalen Bankgeschäfts, 1989, 241–266; *C. Schäfer* Vereinbarungen bei Aktienemissionen, ZGR 2008, 455; *F. Schäfer* Emission und Vertrieb von Wertpapie-

ren nach dem Wertpapierverkaufsprospektgesetz, ZIP 1991, 1557; *ders.* Zulässigkeit und Kündbarkeit von ewig laufenden Anleihen (Perpetuals), FS Kümpel 2003, S. 453; *Scheef* Konsortialvertrag – Auswirkungen von Nachtragsforderungen auf das Innenverhältnis der Konsorten, MDR 2005, 603; *Schlitt/Schäfer* Auswirkungen der Umsetzung der Transparenzrichtlinie und der Finanzmarktrichtlinie auf Aktien- und Equity-Linked-Emissionen, AG 2007, 227; *dies.* Akutelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen, WM 2003, 2175; *Schlitt/Seiler/Singhof* Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, 254; *Schlitt/Smith/Werlen* Die Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG – Überblick und erste Würdigung –, AG 2002, 478; *Schmidt, K.* Barkapitalaufbringung und „freie Verfügung“ bei der Aktiengesellschaft und der GmbH – Mittelaufbringung und Mittelverwendung bei Kapitalgesellschaften, AG 1986, 106; *Schnorbus* Die Rechtsstellung der Emissionsbank bei der Aktienemission, AG 2004, 113; *Schücking* Das internationale Privatrecht der Bankenkonsortien, WM 1996, 281; *ders.* Emissionskonsortien, in: Gummert/Weipert (Hrsg.) Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 1, 5. Aufl., 2019, § 32; *Schwark* Zur Haftung der Emissionsbank bei Aktienemissionen – börsen-, bilanz- und gesellschaftsrechtliche Aspekte, ZGR 1983, 162; *ders.* Kurs- und Marktpreismanipulationen, FS Kümpel 2003, S. 485; *Selzner* SPAC Transaktionen in Deutschland, ZHR 174 (2010), 318; *Sester* Transparenzkontrolle von Anleihebedingungen nach Einführung des neuen Schuldverschreibungsrechts, AcP 209 (2009), 628; *ders.* Hybrid-Anleihen – Wirtschaftliches Eigenkapital für Aktiengesellschaften, ZBB 2006, 443; *Sethe* Genußrechte – rechtliche Rahmenbedingungen und Anlegerschutz, AG 1993, 293 und 351; *Siebert* Die Haftung der Mitglieder des Übernahmekonsortiums nach den Regeln der verdeckten Sacheinlage, NZG 2006, 366; *Simon* SPAC: Eine mittelstandsorientierte Innovation für Eigenkapitalstärkung und Börsengang, Corporate Finance Law 2010, 219; *Singhof* Emissionsgeschäft, in MünchKommHGB, Bd. 6, 4. Aufl. 2019 (Abschnitt L); *Singhof/Wilhelmi* in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2017, Rn 4.61ff.; *Slater* The Transnational Law of Syndicated Loans – a Hopeless Cause?, in Horn/Schmitthoff (Hrsg.) The Transnational Law of International Commercial Transactions, 1982, p. 329; *Steding* Das Konsortium – eine originelle Gestaltungsvariante für wirtschaftliche Vorhaben, BuW 2004, 108; *Storck* Das Konsortialgeschäft der Eurobanken, Die Bank 1979, 529; *ders.* Neue Instrumente im Euromarkt, Die Bank 1984, 504; *Szantyr* Effektenkonsortialgeschäft und Emissionsgeschäft, in Bankrecht und Bankpraxis IV, Stand 11.1979, RdNr 10/1–10/148; *Technau* Rechtsfragen bei der Gestaltung von Übernahmeverträgen („Underwriting Agreements“) im Zusammenhang mit Aktienemissionen, AG 1998, 445; *Than* Anleihegläubigerversammlung bei DM-Auslandsanleihen?, Festschrift für Coing II, 1982, S. 521; *Timm/Schöne* Zwingende gesamtschuldnerische Haftung der Mitglieder eines Übernahmekonsortiums?, ZGR 1994, 113; *Ungnade* Rechtliche Aspekte der DM-Auslandsanleihen, BB 1975, 300; *Vogel* Restrukturierung von Anleihen nach dem SchVG – Neues Minderheitenschutzkonzept und offene Fragen, ZBB 2010, 211; *Westermann* Das Emissionskonsortium als Beispiel der gesellschaftsrechtlichen Typendehnung, AG 1967, 285; *Wohlfahrt/Brause* Die Emission kursorientierter Wertpapiere auf eigene Aktien – zur Auslegung des § 221 AktG, WM 1997, 397; *Wolf* Anlegerschutz durch Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen bei Kapitalmarktstiteln, Festschrift Zöllner, Band 1, 1998, 651; *Zahn/Lemke* Anleihen als Instrument der Finanzierung und Risikosteuerung, BKR 2002, 527; *Zanner/Siebert* SPAC-Gesellschaften – ein attraktives Akquisitionsmodell für den deutschen Markt, Corporate Finance Law 2010, 224.

Übersicht

A. Emission als Markteinführung – Formen, Instrumente, Marktsegmente — 1 I. Emissionsgeschäft als primärmarktrechtlicher Gestaltungsrahmen und als Bankgeschäft — 1 1. Emissionsgeschäft als primärmarktrechtlicher Gestaltungsrahmen — 1 2. Emissionsgeschäft als Bankgeschäft — 3 II. Platzierung: Vielfalt von Effekten und Formen der Marktansprache — 8 1. Vielfalt der zu platzierenden Effekten — 8 2. Vielfalt von Formen der Marktansprache und Marktsegmente — 13	a) Formen der Marktansprache — 13 b) Marktsegmente und „Märkte“ — 15 III. Strukturierung der Platzierung: Vielfalt der Verpflichtungen dem Emittenten gegenüber und der Gestaltungen im Konsortium — 17 1. Vielfalt der Verpflichtungen dem Emittenten gegenüber — 17 a) Eigenemission als Ausnahme — 17 b) Formen der Fremdemission — 18 c) Funktionen der verschiedenen Formen und verschiedene Verbreitung — 20

- 2. Vielfalt der Gestaltungen im Konsortium — 22
- B. Zivilrechtliche Organisation der Emission — 23
 - I. Rechtsbeziehung des Konsortiums zum Emittenten — 23
 - 1. Vertragsgrundlage (mit anwendbarem Recht) — 24
 - 2. Rechte und Pflichten bei Emission von Schuldtiteln u.ä. — 27
 - 3. Rechte und Pflichten bei Emission von Anteilen — 29
 - 4. Weitere Pflichten (typus-übergreifend) — 32
 - II. Innenbeziehungen des Konsortiums — 34
 - 1. Rechtsgrundlage und Rechtsnatur des Emissionskonsortialvertrages sowie anwendbares Recht — 34
 - a) Gesellschaftsvertrag und Aufgabenteilung — 34
 - b) Anwendbares Recht und internationale Klauselwerke — 36
 - 2. Spezialaufgaben der Konsortialführung — 37
 - 3. Gesellschaftsrechtlich verfasster Bereich — 39
 - a) Vom Konsortium gemeinsam zu erfüllende Funktionen — 39
 - b) Entscheidungs- und Vertretungsrechte — 42
 - c) Rückwirkungen in Haftungsfragen — 43
 - 4. Bereiche autonomer Geschäftsführung und Vermögenszuständigkeit — 44
 - a) Entscheidungsbefugnisse und Vermögensverhältnisse im Hinblick auf die Quote — 44
 - b) Ausfallhaftung — 47
 - 5. Auflösung und Abwicklung des Konsortiums — 48
- III. Rechtsbeziehungen des Anlegers — 49
 - 1. Sonderrechtsverhältnisse zum Emittenten — 49
 - a) Bei der Aktienemission (auch grenzüberschreitend) — 49
 - b) Bei der Anleiheemission — 50
 - c) Insbes. bei der internationalen Anleiheemission — 54
 - 2. Sonderrechtsverhältnisse untereinander und zu den Emissionsbanken — 56
 - a) Grundsätzlich keine Sonderrechtsverhältnisse — 56
 - b) Sonderrechtsverhältnis aus Absatzvertrag — 57
 - c) Sonderrechtsverhältnis aus Aktienrecht — 58
 - d) Sonderrechtsverhältnis bei Anleiheemission, auch grenzüberschreitend (mit Gläubigerabsicherung und -reorganisation) — 59

A. Emission als Markteinführung – Formen, Instrumente, Marktsegmente

I. Emissionsgeschäft als primärmarktrechtlicher Gestaltungsrahmen und als Bankgeschäft

- 1 **1. Emissionsgeschäft als primärmarktrechtlicher Gestaltungsrahmen.** Wenn das Emissionsgeschäft historisch und noch heute als Ausgangspunkt und weiterhin als das Herzstück des Investment Banking und Hauptfunktion gesehen wird (näher oben Teil 5 Rn 27), so deswegen, weil das Emissionsgeschäft im Allgemeinen und das Emissionsgeschäft im Sinne von KWG und WpHG im Besonderen ein Komplexes ist: Das Emissionsgeschäft im Sinne von KWG und WpHG bezieht sich nur auf Finanzinstrumente und eine spezifische Form der Marktinnanspruchnahme (dazu unten Rn 3–7) und bei dieser ist **ein besonders komplexer Rechtsrahmen zu achten**, zugleich ein **faktisch schwieriges Platzierungsumfeld zu bewältigen**. Beides zu „meistern“ ist **Ziel des Emissionsgeschäfts** und der – faktisch, teils auch rechtlich praktisch zwingenden – Einschaltung von Investmentbanken. Wenn also in diesem Abschnitt 1 das Emissionsgeschäft behandelt wird, so deswegen, weil mit diesem nicht nur die Effekten überhaupt im Markt platziert werden sollen, also die Platzierungskapazität der Banken nötig ist, sondern auch die Einhaltung der im Folgenden in Abschnitten 2, aber auch 3–6 dargestellten Regime verbürgt oder der Grund hierfür gelegt werden soll. Solchermaßen kann beim Emissionsgeschäft nicht

von einem Regime allein von Marktverhaltensregeln gesprochen werden (so Abschnitte 2–6), es kommen im Emmissionsgeschäft Marktverhaltensregeln (vor allem Publizitätspflichten), aber auch Regelungsteile zur Organisation und zum individuellen Kundenverhältnis zusammen. Für das Emmissionsgeschäft ist also, wenn es als „Eröffnung“ jeder Aktivität der Investmentbanken zu sehen ist, die Trennung der drei Dimensionen nicht möglich (oder zumindest nicht tunlich), nach denen Teile 6–8 unterschieden werden. Das Emmissionsgeschäft bildet jedoch den Akt, mit dessen Durchführung alle Pflichten, die in Teilen 6–8 dargestellt werden, ausgelöst werden.

Das Emmissionsgeschäft betrifft die Ausgabe und **erstmalige Platzierung von (vertretbaren) Wertpapieren**.² Den Normaltypus bilden die massenweise Ausgabe und Platzierung von Aktien oder Obligationen beim Anleger durch ein Bankenkonsortium, das der Emittent zu diesem Zweck einschaltet. Für die zivilrechtliche Gestaltung, die zur Durchführung dieser Aufgabe nötig ist (unten B.), sind demnach vier Arten von Rechtsbeziehungen vorgegeben: Das Konsortialverhältnis zwischen den beteiligten Banken, die i.d.R. die Aufgabe nicht einzeln übernehmen (unten Rn 34–48); die Kundenbeziehung des Konsortiums – oder auch der einzelnen Konsortialbanken gesondert jeweils für die von ihnen übernommene Quote – gegenüber dem Emittenten (unten Rn 23–33); die Drittbeziehungen der Konsortialbanken zu den Anlegern (unten Rn 56–61); sowie – häufig vernachlässigt, jedoch als Grundlage für diese Drittbeziehungen wichtig – die Sonderrechtsverhältnisse zwischen dem Emittent und den Anlegern (unten Rn 49–55). Diese zivilrechtliche Ausgestaltung des Emmissionsgeschäfts dient nach dem Gesagten zu einem Gutteil der Beachtung und Nutzung der Gestaltungsspielräume in einem vielfach ausdifferenzierten Rahmen wirtschaftspolitisch motivierter Normen, die überwiegend nicht auf diese individuellen Rechtsbeziehungen abstellen (unten Abschnitte 2–6, teils auch Teile 7 und 8),³ auf sie jedoch immer wieder zurückwirken.

2. Emmissionsgeschäft als Bankgeschäft. Das Emmissionsgeschäft fällt **seit Inkrafttreten der 3. 6. KWG-Novelle und der parallelen Novellierung des WpHG** unter die genehmigungspflichtigen Bankgeschäfte nach diesen Gesetzen, so dass seit diesem Zeitpunkt seine Durchführung eine **Zulassung als Kreditinstitut oder Wertpapierfirma nach diesen Gesetzen voraussetzt**.⁴ Vorher war es ohne Genehmigung nach § 1 KWG (zulassungsfrei) gestattet,⁵ was jedenfalls beim Underwriting wegen des bestehenden Ausfallrisikos mit dem bankaufsichtsrechtlichen Prinzip einer eigenkapitalmäßigen Unterlegung *aller* Risiken unvereinbar war und daher geändert wurde.⁶ Seit 1998 wird die Emission von *Finanzinstrumenten* (zu dieser Einschränkung unten Rn 6) durch § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10, Abs. 11 KWG als ein Bankgeschäft qualifiziert, wenn das Platzie-

² *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2237; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 12; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.2; *Schönle* Bankrecht, S. 270 f.

³ Für eine zusammenfassende Darstellung des Wirtschaftsrechts jenseits des Kapitalmarktrechts, das die Emission beeinflusst, etwa das Geld- und Währungs- oder auch das Wettbewerbsrecht in ihrer Wechselbezüglichkeit zum Emmissionsgeschäft, vgl. *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 bes. Rn 17 ff.

⁴ Art. 1 und 2 des Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften, BGBl. 1997 I S. 2518; Umsetzung der Vorgaben von Art. 1 Nr. 1, 4, 5 i.V.m. Anh. A bzw. B Nr. 1, 2 und 3–6 Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. EG 1993 L 141/27; Änderung ABl. 1995 L 168/7; für die Richtlinienkonformität vgl. die Kommentierung von *Ebenroth/Boujong/Joost/Grundmann* Kommentar zum Handelsgesetzbuch¹, 2001, BankR Rn VI 172–180; ebenso schon etwa in der Schweiz seit der Novelle der BankenVO vom 23.8.1989, vgl. Nachw. bei *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 19 N. 49.

⁵ Auch heute noch ist jede einzelne Emission genehmigungsfrei (aber das Risiko mit Eigenkapital zu unterlegen): *Bosch* BuB 10/13. Dies ergibt sich m.E. schon aus der Systematik des KWG. So spricht § 32 Abs. 2 S. 2 KWG davon, dass die BaFin „die Erlaubnis auf einzelne Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen beschränken“ kann. Im Umkehrschluss muss eine Erlaubnis damit grundsätzlich allgemein und losgelöst vom konkreten Einzelfall gültig sein.

⁶ *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.7.

rungsrisiko direkt oder indirekt übernommen wird (durch Festübernahme oder Garantie). Sie ist dann erst nach Genehmigung dieses Geschäftszweigs zulässig. Eine Wertpapierdienstleistung ist das Emissionsgeschäft daneben ebenfalls und dies auch ohne Übernahme dieses Risikos (und selbstverständlich mit Übernahme desselben), vgl. § 2 Abs. 8 Nr. 5 und 6 WpHG, so dass insbes. die (primär sekundärmarktrechtlich relevanten) Wohlverhaltensregeln der §§ 63–84 WpHG ebenfalls bereits Anwendung finden.⁷ Die Veränderung betrifft jeweils **nicht auch das Konsortialgeschäft** zwischen den Banken.⁸

- 4 Selbst **wenn kein Übernahmerisiko in den Konsortialbanken begründet** wird und daher keine Genehmigungspflicht nach § 1 KWG, konzentriert sich das Emissionsgeschäft von Finanzinstrumenten (unten Rn 6) aus weiteren (überwiegend rechtlichen) Gründen bei den **Kreditinstituten** i.S.v. § 1 KWG: Bei der wichtigsten Form der Aktienemission, der Kapitalerhöhung gegen (Bar-)Einlagen, haben sie auf Grund von **§ 186 Abs. 5 AktG de facto** eine Ausschließlichkeitsstellung. Beim wichtigsten Zusatzgeschäft zur Emission, das der Emittent meist ebenfalls anfordert, bei der **Einführung der Papiere in den börslichen Markt** im amtlichen Handel, haben die Kreditinstitute, Finanzdienstleister und Institute gem. §§ 53 Abs. 1 und 53b Abs. 1 Satz 1 KWG solch eine Ausschließlichkeitsstellung sogar weitgehend de lege, so auf Grund von § 32 Abs. 2 BörsG (daneben noch Finanzdienstleistungsinstitute).⁹ Bei der Anleiheemission ohne Börseneinführung und Risikoübernahme (Festübernahme) genießen sie demgegenüber keine Sonderstellung im Hinblick auf die rechtlichen Rahmenbedingungen. Allerdings bedeutet dies nicht notwendig, dass es sich hier nicht zumindest um **de facto Bankgeschäfte** handelt. Auch soweit § 186 Abs. 5 AktG und § 32 Abs. 2 BörsG nicht eingreifen und für die Kreditinstitute zumindest de facto eine Ausschließlichkeitsstellung begründen, werden, soweit der Emittent die Emission nicht selbst übernimmt (Selbstemission), für die Emission solcher Papiere nach Praxiseinschätzung offenbar fast ausschließlich oder doch weit überwiegend Kreditinstitute eingeschaltet.¹⁰
- 5 **Im verbleibenden Restbereich** muss – wenn schon keine Zulassung als Kreditinstitut – jedenfalls eine Zulassung als Wertpapierfirma gegeben sein. Denn alle Formen der Emission – auch das bloße best effort underwriting – fallen nach dem Gesagten unter § 2 Abs. 8 Nr. 5 und 6 WpHG und auch die meisten Einzelgeschäfte, die für die Markteinführung unverzichtbar sind, stellen zumindest **Wertpapierdienstleistungen** dar: so jedes Absatzgeschäft, das auch Anlageberatung umfasst (Nr. 7), jedenfalls alle Geschäfte, in denen auch „für den Kunden“ gehandelt wird (Nr. 1–4, näher 8. Teil zu § 2 Abs. 8 Nr. 1–4 und 7 WpHG), also etwa die kommissionsweise Veräußerung im Rahmen des best effort underwriting, aber auch Kurspflagemassnahmen, da die (allein zulässige) Kursstabilisierung in der unmittelbaren Absatzphase „für den Kunden“ (Emittenten) erfolgt.¹¹ Und selbst der reine Eigenhandel – die Veräußerung, die nicht auch „für den

7 Zur Änderung der Wohlverhaltensregeln durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 5.4.2011, BGBl I, S. 538, vgl. *Möllers/Weninger* NJW 2011, 1697.

8 *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 19 Rn 49 (zur alten Rechtslage); tendenziell und einschränkend für das Abwicklungsrisiko von Konsortialbanken, das der Gesetzgeber mit § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG nicht vorgesehen habe: *Du Buisson* WM 2003, 1401 (1404). Teils wird Emissionsgeschäft und Konsortialgeschäft gleichgestellt (was aber nicht nötig so ist, weil Konsortien verschiedene Geschäfte zum Gegenstand haben können) und dann das Konsortium insoweit „bei Festübernahme“ [genauer: im Falle eines Übernahmevertrags/einer Emission mit Festübernahme] als Bankgeschäft zu qualifizieren ist: etwa *Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer* KWG, CRR-VO, 5. Aufl. 2016, Rn 112 (zu § 1 Nr. 10 KWG).

9 Bei der Einbeziehung in den regulierten Markt Sache des jeweiligen Börsenzulassungsregimes, vgl. § 33 Abs. 2 BörsG und etwa *Schwarck/Zimmer/Heidelberg* § 33 BörsG Rn 13–16.

10 Etwa *Rohr* Emissionsrecht, S. 99 (für die Schweiz); *Bosch* BuB 10/7.

11 Zu deren Qualifikation als Eigenhandel „für den Kunden“ und damit (vollumfänglich) als Wertpapierdienstleistung vgl. etwa *Fuchs/Fuchs* WpHG § 2 Rn 86. Nicht mehr zulässig sind hingegen Kurspflagemassnahmen zur Eindämmung der Schwankungsbreite des Börsenkurses: *VG Frankfurt am Main*, Urt. v. 19.11.2014 – 2 K 1675/13.F, BeckRS 2015, 45671.

Kunden“ erfolgt – ist grundsätzlich nach § 2 Abs. 8 S. 6 WpHG erfasst, freilich von einer Anwendung der Wohlverhaltensregeln freigestellt (§ 63 Abs. 11 WpHG, wiederum näher 8. Teil zu § 2 Abs. 8 Nr. 1–4 und 7 WpHG).

All diese aufsichtsrechtlichen Rechtsfolgen nach KWG und WpHG greifen freilich nur ein, **6** wenn die fragliche Emission die Tatbestandsmerkmale des **aufsichts- und wohlverhaltensrechtlichen Emmissionsbegriffs** erfüllt. Diese umreißen § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10, Abs. 11 KWG und § 2 Abs. 8 Nr. 5 und 6 WpHG (vergleichbar wie inzwischen für das eigentliche Marktverhaltensrecht Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR per Verweis auf den zugrundeliegenden Art. 4 Abs. 1 Nr. 15, 44 und Anh. I C MiFID II).¹² Der Tatbestand ist jeweils **zweiteilig**: Das Geschäft muss jeweils auf ein Finanzinstrument bezogen sein und eine Art von Risikoübernahme bzw. Dienstleistung beinhalten. **Finanzinstrumente** sind Wertpapiere, Geldmarktinstrumente oder darauf bezogene Derivate (mit Definition § 1 Abs. 11 S. 2 KWG bzw. § 2 Abs. 3 WpHG bzw. den genannten Regeln in MAR und MiFID II), Rechte auf Zeichnung dieser Instrumente (in beiden Gesetzen mit gewissen Unterschieden). Für die **erfassten Wertpapiere** wird auf die klassischen Effekten abgestellt – Aktien und Schuldverschreibungen. Entscheidend ist eine Ausstattung, die massenhaften Handel erlaubt. Hierfür müssen Effekten innerhalb einer Gattung gleich ausgestattet sein, dh gleiche Rechte verbürgen (Austauschbarkeit oder Fungibilität),¹³ und der Übertragungsakt muss dem Erwerber mehr Sicherheit bieten als das Zessionsrecht (sog Zirkulationsfähigkeit mit Möglichkeit gutgläubigen Erwerbs und Abschneiden anderer als urkundlicher Einwendungen und Einreden).¹⁴ Entscheidend ist also nicht die Art des verkörperten/verbrieften Rechts, sondern die Zirkulationsfähigkeit des Instruments. Indem alle vergleichbaren Wertpapiere einbezogen werden, wird die inhaltliche Ausgestaltung für unerheblich erklärt (Mischformen zwischen Gesellschafter- und Gläubigerrechten; Fristigkeit) und allein auf die genannten Kriterien der Fungibilität und Zirkulationsfähigkeit abgestellt.¹⁵ Für die Geldmarktpapiere mit kurzer Fristigkeit wird das ausdrücklich klargestellt. Das alles bildet bereits den Allgemeinen Teil des Europäischen Kapitalmarktrechts (näher daher 5. Teil Rn 66–73, 79–91). Der **zweite Teil der Definition, die Übernahme eines Risikos bzw. einer Dienstleistung**, differiert nach dem Gesagten: Während es für das Vorliegen eines Bankgeschäfts nach dem KWG einer Risikoübernahme bedarf (vgl. im einzelnen § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG und parallel auch § 2 Abs. 8 Nr. 5 WpHG),¹⁶ ist der Anwendungsbereich des WpHG und sein Aufsichtsrecht auch bereits eröffnet, wenn die Konsortialbank nur die Dienstleistung einer Platzierung (ohne feste Garantie) übernimmt (auch § 2 Abs. 8 Nr. 6 WpHG).¹⁷

12 Kommentierung und näher zum Folgenden vor allem *Assmann/Schneider/Mülbert* § 2 WpHG; sowie die Kommentierung des WpHG von *EBJS/Grundmann BankR VI Rn 46 ff.*; und zum Katalog der Bankgeschäfte ausführlicher etwa *BankR-Hdb/Fischer/Boegl* § 127 Rn 12 ff.

13 Im Einzelnen oben Teil 5 Rn 82–85; sowie *Baumbach/Hopt/Kumpan* (13) *DepotG* § 1 Rn 1; *Canaris* *Bankvertragsrecht*, Rn 1811; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.26; *Schmidt* *Wertpapierbörsen*, 1988, S. 2; *Schönle* *Bankrecht*, S. 222.

14 Etwa *Izquierdo* *Die Liberalisierung und Harmonisierung des Börsenrechts als Problem des EG-Rechts*, 1989, S. 48. Zu zusätzlichen Anforderungen an die Fälschungssicherheit: *Izquierdo* aaO[diese Fußnote]; *Heinze* *Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes*, 1999, S. 35.

15 Im Einzelnen Kommentierungen zu § 2 WpHG von *Assmann/Schneider/Mülbert* und unten 8. Teil Rn 58 ff. Dort auch näher zu den Derivaten.

16 Ausgeschlossen erscheint (allein) die kommissionsweise Übernahme im sog. Begebungskonsortium („best effort underwriting“): *Fuchs/Fuchs* *WpHG* § 2 Rn 102; *Schwark/Zimmer/Kumpan* § 2 WpHG Rn 123 (statt dessen Finanzkommissionsgeschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 1 WpHG bzw. Platzierungsgeschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 6 WpHG einschlägig); *Baumbach/Hopt/Hopt* *HGB* Rn Y/1; *Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer* § 1 KWG Rn 115. Zur Qualifikation jeder Kommissionsbank als selbstständig: *Grundmann* *FS Boujong* 1996, 159 (163–173).

17 Auch im reinen Begebungskonsortium werden – obwohl eine Risikoübernahme fehlt – die typischen Intermediärstätigkeiten angeboten, derentwegen die Aufsichtsregeln und die Wohlverhaltensregeln im WpHG geschaffen wurden, so dass § 2 Abs. 8 Nr. 6 WpHG auch diese Form zu Recht als Wertpapierdienstleistung qualifiziert. Zu den dahingehenden europarechtlichen Vorgaben sowie zum Streit, der in diesem Punkt bis zur

- 7 Entscheidend ist die Abgrenzung zu den **nicht zirkulationsfähigen Anlageformen**, die **weder nach KWG noch nach WpHG erfasst** sind: Alle Anlageformen, die die Zirkulationsfähigkeit in den genannten Formen nicht aufweisen und auch nicht – wie Derivate – auf solche zirkulationsfähigen Instrumente bezogen sind, fallen aus dem Anwendungsbereich von MiFID (I + II), WpHG und KWG heraus (trotz inzwischen vertiefter Regulierung, insbesondere im Bereich der Prospektpflicht und -haftung, vgl. unten Rn 79–81), sie werden nicht als Bankgeschäft (einschließlich Bankaufsicht) erfasst. Dies sind vor allem Anlagen des sog. „grauen Kapitalmarkts“ – Anlagen (insbesondere in Anteils- oder Treuhandrechten in Publikums-KGs),¹⁸ die mangels Zirkulationsfähigkeit nicht aktienähnlich sind.¹⁹ Daher ist die Unterscheidung zwischen einem Bereich der de facto und de iure Bankgeschäfte und einem alternativen Anlagebereich weiterhin gehaltvoll. In der Tat engagieren sich Kreditinstitute und Wertpapierfirmen auch im Vertrieb von Anlagen des „grauen“ Kapitalmarkts allenfalls sehr zurückhaltend (vgl. unten Rn 34).

II. Platzierung: Vielfalt von Effekten und Formen der Marktanspruchnahme

- 8 **1. Vielfalt der zu platzierenden Effekten.** Eine Vielfalt von Effekten kann den Gegenstand der Emission und Platzierung bilden. Dabei **wirkt sich** heute diese **Vielfalt in den zivilrechtlichen Vorgaben und Gestaltungsmöglichkeiten weitergehend aus als im Wirtschaftsrecht** – vielleicht überraschend angesichts der Orientierung an Gemeinwohlbelangen und meist umfassender zwingender Ausgestaltung des Wirtschaftsrechts: Die Prospektpflicht und namentlich die Prospektgehalte wurden für verschiedene Effekten, namentlich solche des Eigen- und des Fremdkapitals, einander zunehmend angeglichen;²⁰ zudem entfiel bereits 1990 mit §§ 795, 808a BGB die Genehmigungspflicht für Fremdkapitalpapiere; allein im Währungsrecht sind die Unterschiede je nach zu platzierender Effekte noch von einer gewissen Bedeutung.²¹ Umgekehrt muss nur auf die bereits im Ausgangspunkt wichtige Unterscheidung in den Verpflichtungsinhalten aufgrund von § 186 Abs. 5 AktG für das Eigenkapital und das Fremdkapital hingewiesen werden (außerdem im Folgenden mehrfach, etwa unten Rn 21, 25, 58 ff.).
- 9 Gegenstand der Emission sind zunächst **Aktien** – nach dem Gesagten jedoch kaum in der Gründungsphase, sondern erst bei Kapitalerhöhungen. Im internationalen Geschäft freilich stand die Emission von Aktien gegenüber derjenigen von Anleihen deutlich im Hintergrund.²²

gesetzgeberischen Klarstellung (durch das FRUG mit Wirkung vom 1.11.2007) herrschte, vgl. – jeweils in der 3. Aufl. – BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 3, 4 und /*Fischer* § 127 Rn 9; vgl. KölnKommWpHG/*Versteegen*, 1. Aufl. 2007, § 2 Rn 130, 147.

18 Zu Begriff, Entstehung und Umfang des sog. grauen Kapitalmarkts vgl. *Böhm* Anlegerschutz am Nebenkapitalmarkt, 1979, S. 14–44; *Bremer* ZGR 1973, 410; *Hopt*, 51. DJT 1976, G1 (G26, G27–44); *Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich* ZHR 138 (1974), 1 (3f.); vgl. näher Teil 5 Rn 77 und BankR-Hdb/*Seiler/Kniehase* 4. Aufl. 2011 Vor § 104 Rn 8 f.

19 Vgl. *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Assmann/Buck-Heeb*, Hdb Kapitalanlagerecht, § 1 Rn 11; *Carl/Machunsky* Wertpapier-Verkaufsprospekt, § 1 VerkProspG, Anm. B I; *Beuthien* ZGR 1974, 26 (36); *Maulbetsch* Beirat und Treuhand in der Publikuspersonengesellschaft, 1984, S. 115; *Carl/Machunsky* Wertpapier-Verkaufsprospekt, S. 3.

20 Vgl. näher unten Rn 156–158 (für das WpPG, also alle Handelsplätze für Finanzinstrumente entsprechend den Begrifflichkeiten des Kernkapitalmarktrechts, Teil 5 Rn 66–71). Selbst die Prospektregeln und auch die Prospekthaftung in verschiedenen Gesetzen sind einander sehr ähnlich – heute diejenigen im WpPG [unten Abschnitt 2] sowie die hier nicht behandelten Regeln für Investmentfonds und sonstige Anlagen des grauen Kapitalmarkts im VermAnlG und KAGG [zum Ausschluss dieser Materien oben 5. Teil Rn 77 f.].

21 Vgl. im einzelnen BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 23–26.

22 *Delorme/Hoessrich* Emissionsgeschäft, S. 56; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 14; und auch *Büschgen/Richolt/Reimnitz* Handbuch, 241, 251 f. (mit älterem Zahlenmaterial); zu Tendenzen einer Wandlung: *Büschgen* ÖBA 1988, 423 (430); *Bosch* BuB 10/98; *Groß* BuB 10/258b, 10/259a; neuere Zahlen für Deutschland in: *Habersack/Müllbert/Schlitt/Schäckerl/Wohlfahrt/Johannson* Unternehmensfinanzierung, § 2 Rn 2.4–2.6; und für das internationale

Anleihen und Obligationen, d.h. Verbriefungen von **Fremdkapital längerer und mittlerer 10 Fristigkeit**, die auf Kapitalmärkten gehandelt werden, werden traditionell und auch in den gesetzlichen Definitionen für Finanzinstrumente von solchen kürzerer Fristigkeit unterschieden (Geldmarktpapiere), die auf Geldmärkten gehandelt werden (nächste Rn). Anleihen werden im internationalen Geschäft auf *einem* für den Emittenten fremden Markt platziert und zwar in der dortigen Währung (die klassische Auslandsanleihe)²³ oder aber mit einheitlicher Ausstattung (Konditionen, aber auch Prospekt) in vielen Märkten (die internationale Anleihe ieS),²⁴ heute praktisch am wichtigsten als sog. Euroanleihe.²⁵ Der Euromarkt trägt diese Bezeichnung nicht wegen der für die Anleihen gewählten Währung, die Bezeichnung ist vielmehr historisch bedingt durch den Umstand, dass die Währung gerade nicht dem Platzierungsmarkt folgt und auch ansonsten eine „supranationale“ Ausgestaltung angestrebt wird, die nicht auf ein (nationales) Wirtschaftsrecht ausgerichtet ist.²⁶

Zum Boom des Euromarktes trugen insbesondere auch die **Geldmarktpapiere** bei,²⁷ vor allem jedoch die Fülle von **Finanzinnovationen**, mit denen verschiedene Charakteristiken in Ausstattung oder später Verpflichtungsformen (etwa Derivateformen) miteinander verbunden werden.²⁸ Den Anfang machten Innovationen zur **Zinsausstattung** in den sog. Floating Rate

Geschäft http://www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/statistik-so-teilt-sich-der-weltweite-finanzmarkt-auf_H778376918_77478/ (Verhältnis 1 zu 4), zuletzt abgerufen am 23.5.2020.

23 Hartwig/Jacob Internationale Anleiheemissionen, S. 27 f. Natürlich mit Einführung des Euro deutlich weniger wichtig.

24 Hierzu und zum folgenden: Hopt FS Kellermann, 1990, 181 (185); Horn Anleihen, S. 2–13; Jacquemont L’emission, S. 23–28 (emprunt étranger – emprunt international [euro-obligataire]); Kahn FS Schmitthoff 1973, 215 (218); Habersack/Mülbert/Schlitt/Kaulamo Unternehmensfinanzierung, § 16 Rn 16.6 ff.; Kleiner Internationales Devisen-Schuldrecht. Fremdwährungs-, Euro- und Rechnungseinheitsschulden, 1985, S. 251; Pleyer Eigentumsrechtliche Probleme beim grenzüberschreitenden Effekten giroverkehr – eine Untersuchung unter Einbeziehung ausländischer Rechte, 1985, S. 7; Kumpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.153. Neben dieser schon bald praktisch obsolet die sog. Parallelanleihe (in mehreren Märkten, aber in verschiedenen Währungen): Horn Anleihen, S. 11; Wielens Auslandsanleihen, S. 202, 226.

25 Hartwig/Jacob Internationale Anleiheemissionen, S. 28–32; Habersack/Mülbert/Schlitt/Kaulamo Unternehmensfinanzierung, § 16 Rn 16.8; Kumpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.153; zur im Nachgang zur Finanzkrise verstärkten Emission auf diesem Markt nicht nur durch Finanzinstitute, sondern auch durch sonstige Unternehmen vgl. W. Breuer/Schweizer/C. Breuer (Hrsg.), Gabler Lexikon Corporate Finance, 2013, Stichwort Euro-Anleihe.

26 Zu diesem Verständnis vgl. etwa Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 4 Rn 58. Für Zahlenangaben (seit 1984 Anleihenemission volumenmäßig stärker als Eurokreditmarkt und sonstige Emissionsbereiche) vgl. beispielsweise: Kübler WM 1986, 1305 (1306); Harter/Franke/Hogrefe/Sege Wertpapiere in Theorie und Praxis, 5. Aufl., 2000, S. 265–279; Storck Globale Drehscheibe Euromarkt, 3. Aufl. 2005, bes. S. 25 f. und 43 f. (bis 2003/4, Dominanz fortgeschrieben); zum 23.5.2020 www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/statistik-so-teilt-sich-der-weltweite-finanzmarkt-auf_H778376918_77478/ (etwa ½ Anleihen [Unternehmen, Finanzinstitute und Staaten], ¼ Kredite, ¼ Aktien, vergleichbar 2005 und 2014); zum Markt monographisch Graaf Euromarket Finance; Storck aaO [diese Fußnote] (Drehscheibe Euromarkt), vgl. außerdem: Kumpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Kropf Rn 6.51 ff. sowie Bosch BuB 10/183.

27 Beim Eurogeldmarkt handelt es sich vorrangig um einen Interbankenmarkt zum Handel von Finanzmitteln mit kurzer und kürzester Fristigkeit, vgl. Aden RIW 1982, 309 (310); Goltz Roll-Over-Eurokredit, S. 19; Hirsch/Horn Konsortialkredite, S. 8 f.; Preisig Roll-Over-Eurokredit – Analyse der Elemente, Technik und Probleme eines neuen Bankgeschäftes, 1976, S. 29; Storck ZfgKW 1977, 272 (274).

28 Zu diesen: Allmendinger Finanzinnovationen, Börsentermingeschäfte und Optionsscheine, in Horn/Schimansky (Hrsg.) Bankrecht 1998, S. 287 ff.; Besser Funktion und Dynamik von Finanzinnovationen – internationale Finanzmärkte im Wandel, 1996; Binkowski/Beeck Finanzinnovationen, 1995; Brechmann/Roeder/Schneider/Winkler Erfolgsweg Zertifikate – Strukturierte Produkte in der Beratungspraxis, 3. Aufl. 2008; Eilenberger (Hrsg.) Lexikon der Finanzinnovationen, 3./4. Aufl. (reprint) 2014; Eilenberger/Krautwurst (Hrsg.) Lexikon der Finanzbegriffe, 4. Aufl. 2020; Ganz Eigenmittelunterlegung von Finanzinnovationen, 2001; Goergen Finanzinnovationen und Wertpapier-Design, 2000; Haisch/Helios Rechtshandbuch Finanzinstrumente, 2011; Hull Options, futures and other derivatives, 9. Aufl. 2015; Jachmann Besteuerung von Erträgen aus Finanzinnovationen, DStR 2007, 877; Kniehase Derivate auf eigene Aktien, 2005; Kolb Financial Derivatives – Pricing and Risk

Notes (FRNs), in denen die Zinsvorteile der Kreditaufnahme an Kapitalmärkten gegenüber Bankkrediten (keine Mindestreserve- und Eigenmittelpflichten) verbunden wurden mit einer revolvingierenden Ausgabe (wie vorher im Roll-over-Eurokredit der Banken) und dem damit verbundenen variablen Zinssatz.²⁹ Die dann folgenden Euronotes, auch Geldmarktpapiere des Euromarktes, die nunmehr auch im Volumen variabel ausgegeben wurden, brachten auch **Flexibilität im Volumen**.³⁰ Sie haben eine große Bandbreite in den Kernkonditionen (Laufzeit,³¹ Zins,³² Währung).³³ Werden Euronotes von Unternehmen oder Staaten begeben, so spricht man von Commercial Papers (CP),³⁴ sind die begebenden Kreditinstitute selbst Schuldner, so handelt es sich um Certificates of Deposit (CD). Ab den 1990er Jahren werden mit **Kreditderivaten**, die in MiFID II und MAR ebenfalls als Finanzinstrumente erfasst sind (vgl. näher unten Rn 344), Kre-

Management, 3. Aufl. 2002; *Maier* Finanzmarketing von Kreditinstituten für Finanzinnovationen – die Ausgestaltung von Finanzinnovationen als geschäftspolitische Herausforderung an die Kreditinstitute, 1996; *Möslein* (Hrsg.) Finanzinnovation und Rechtsordnung – Gestaltung, unternehmerischer Einsatz und Marktregulierung, 2014; *ders.* ZBB 2013, 1; *Pross*, Swap, Zins und Derivat – Finanzinnovationen im nationalen und internationalen Steuerrecht unter besonderer Berücksichtigung des Zinsbegriffs, 1998; *Remmel* Besteuerung von Finanzinnovationen im Privatvermögen, 2001; *Storck* (vorige Fn) S. 13–57. Insbesondere mit Hinblick auf Währungsrecht, Euro und Bankaufsichtsrecht: *Duwendag* (Hrsg.), Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik, 1996; *Pohl* Kreditderivate – Finanzinnovationen im Zeitalter des Euro, DZWIR 1998, 309; *ders.* Innovative Finanzinstrumente im gemeinsamen Europäischen Bankenmarkt – europäisches und deutsches Bankenaufsichtsrecht, 1994; *Reiner* Derivative Finanzinstrumente im Recht, 2002; *Schwirz* Der Euro, internationale Verträge und Finanzderivate, 1999; *Trouet* Derivate und Wirtschaftsaufsicht, 1998; *Zerey* (Hrsg.) Finanzderivate – Rechtshandbuch, 4. Aufl. 2016. . Aus neuerer Zeit etwa: *Möslein/Omlor*, Die europäische Agenda für innovative Finanztechnologien (FinTech), BKR 2018, 236 ff.; *Möslein* Rechtliche Grenzen innovativer Finanztechnologien (FinTech): Smart Contracts als Selbsthilfe? ZBB 2018, 208 ff.; *ders.* Innovative Finanztechnologien (FinTechs) im künftigen Europäischen Recht JuS 2019, 294 ff.; *Söbbing* FinTechs: Rechtliche Herausforderungen bei den Finanztechnologien der Zukunft, BKR 2016, 360 ff.; *Thiele* Die Blockchain-Technologie und ihre Anwendung in der Finanzwirtschaft, WPg 2017, 324 ff.

29 *Büschgen* ZfB 1986, 301 (303–307); *Dempfle* Finanzinnovationen, S. 32f.; *Dennig* Euro-Teilmärkte, S. 73; *Ebenroth* FS Keller 1989, 391 (395f.); *Jacquemont* L’emission, S. 261–266; *Ugeux* Floating Rate Notes, 2. Aufl., 1985; vgl. auch *Bosch* BuB 10/182f.; und allgemein zum Markt: *Büschgen* Bankbetriebslehre – Bankgeschäfte und Bankmanagement, 5. Aufl., 1998, S. 232–252.

30 Hierzu *Dempfle* Finanzinnovationen, S. 22–29; *Ebenroth* FS Keller 1989, 391 (408–413); *Friese* Die Bank 88, 133 (134); *Horn* JBl. 87, 409 (410); *Reinhardt* ZfgKW 1985, 380 (380–386) (insbesondere zu Vorteilen der Euronotes); Stellungnahmen zur Bedeutung des Marktes divergieren auch hier: *Obst/Hintner* (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen: Handbuch des Finanzsystems, 40. Aufl. 2000, 792 einerseits; *Bosch* BuB 10/225 andererseits. Siehe ferner allgemein zur Finanzierung über den Euromarkt: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Kropf* Rn 6.53–6.55; *Storck* Globale Drehscheibe Euromarkt, 3. Aufl. 2005.

31 Vgl. *Dempfle* Finanzinnovationen, S. 33; *Ebenroth* FS Keller 1989, 391 (400f.): etwa „ewige“ Laufzeiten (Perpetual Bonds, allerdings zeitweise nicht im Verkehr); individuell vom Investor bestimmte Laufzeiten (COLTs); von Schuldner und/oder Gläubiger kündbare Obligationen (Call-Option; Put-Option; Retractable Bonds); veränderbare Laufzeit (Flip-Flop Bonds).

32 Vgl. *Dempfle* Finanzinnovationen, S. 30–33; *Ebenroth* FS Keller 1989, 391 (395–399): etwa festverzinsliche (Straight Bonds); variabel verzinsliche (Floating Rate Notes), auch kombiniert mit Ober- und/oder Untergrenze uä; nicht verzinsliche (Zero Bonds und Capital Growth Bonds); niedrig verzinsliche (Deep Discount Bonds); Staffelanleihen (Step-Up/Step-Down Bonds); Bull and Bear Bonds; Defered-Coupon Bonds; LYONS.

33 Vgl. *Dempfle* Finanzinnovationen, S. 33–34; *Ebenroth*, FS Keller 1989, 391 (399f.): etwa Doppelwährungsanleihen mit unterschiedlicher Auszahlungs- und Rückzahlungswährung (Dual Currency und Heaven and Hell Bonds); Anleihen in internationalen Rechnungseinheiten, seit Verschwinden des Ecu zurückgegangen; Anleihen mit Währungsoption (ICON und Multiple Currency Clause Bonds), Anleihen mit unterschiedlichen Währungen für Hauptschuld und Zinsen.

34 *Dempfle* Finanzinnovationen, S. 26 (die absolut dominante Form im Eurogeldmarkt/Euronotes-Markt: über $\frac{3}{4}$ des Euronotes-Marktes 1986, 1987 schon über $\frac{9}{10}$, jüngere Zahlen für in Deutschland begebene Euro-Commercial-Papers inländischer und ausländischer Emittenten bei: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik August 2016, S. 44 https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Statistische_Beihefte_2/2016/2016_08_kapitalmarktstatistik.pdf?__blob=publicationFile, für die USA in den Jahren 2014 bis 2016: <https://www.federalreserve.gov/releases/cp/volumestats.htm>).

ditrisiken durch strukturierte Papiere transferiert³⁵ (teils mit Entlastung der transferierenden Institute von den bankaufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen, heute jedoch mit zwingendem Selbstbehalt).³⁶

Gegenstand der Emission können auch **Zertifikate** sein. Sie vertreten andere Papiere, typischerweise weil diesen von der Ausstattung her die Börsengängigkeit fehlt (etwa eine der Voraussetzungen der §§ 4–10, namentlich § 5 BörsZulVO), die solchermaßen hergestellt wird (vgl. Art. 46 Abs. 1, 54 Abs. 1 der EG-Börsenrichtlinie, 5. Teil Rn 113).³⁷ Gleiches gilt für die Zirkulationsfähigkeit,³⁸ auch gewisse Zusatzanforderungen an Namenspapiere, während die Fälschungssicherheit von § 8 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 BörsZulVO nicht mehr gefordert wird.³⁹

2. Vielfalt von Formen der Marktinsprichnahme und Marktsegmente.

a) Formen der Marktinsprichnahme. Die genannten Effekten – in der Phase zwischen Abschluss des Übernahmevertrages und Druck der Stücke ggf. auch eine vom Emittenten ausge-

³⁵ Zu den wichtigsten vier Formen (Credit Default Swap, Credit Linked Note, Total Return Swap und Credit Spread Option, Kurzdefinition unten Rn 314) vgl. vor allem *Brandt* BKR 2002, 243; *Eller/Gruber/Reif* (Hrsg.), Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, 1999, S. 497–659; *Nordhues/Benzler* WM 1999, 461; *Zahn/Lemke* WM 2002, 1536; sowie (spezieller auch zur Bedeutung in der Finanzkrise): *Jahn* Die Finanzkrise und ihre rechtlichen Auswirkungen auf Rahmenverträge über OTC-Derivategeschäfte, BKR 2009, 25; *Litten/Bell* Regulierung von Kreditderivaten im Angesicht der globalen Finanzmarktkrise, BKR 2011, 314; *Luttermann* Kreditversicherung (Credit Default Swaps), Vertrag, Restrukturierung und Regulierung (Hedge-Fond, Rating, Schattenbanken), RIW 2008, 737; *Mülbelt/Sajnovits* Das künftige Regime für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ZBB 2012, 266; *Meinert/Helios* Kompensatorische Bewertung und Bewertungseinheiten beim Einsatz von Credit Linked Notes, DB 2014, 1697; *Reiner/Schacht* Credit Default Swaps und verbriefte Kreditforderungen in der Finanzmarktkrise – Bemerkungen zum Wesen verbindlicher und unverbindlicher Risikoverträge, WM 2010, 337 und 385; *Roberts* Vertragliche Grundlagen von Finanzderivaten. Ein Beitrag zur Aufarbeitung der Krise?, NJOZ 2010, 1717; vgl. auch 4. Abschnitt unter I. (EU-Leerverkaufs- und CDS-Verordnung).

³⁶ Dies in Reaktion auf die Weltfinanzkrise 2008, weil der Abverkauf der Kreditrisiken (ohne Selbstbehalt) als zentraler Grund für mangelnde Kreditprüfung und Ausgangspunkt der Krise erkannt wurde. Dazu *Acharya/Richardson* Causes of the Financial Crisis. Critical Review 21 (2009), 195; *Richardson* Causes of the Financial Crisis of 2007–2009, in: *Acharya/Richardson* (Hrsg.) Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, 2009, S. 57; *Möschel* ZRP 2009, 129; *Mülbelt/Sajnovits* ZBB 2012, 266; *Reiner/Schacht* WM 2010, 337 und 385; *Taylor* Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis. 2009; *Zandi* Financial Shock: A 360 Degree Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis, 2009; *Zeitler* Vergessene Ursachen der Banken- und Finanzkrise, WM 2012, 673. Zu den Änderungen, die im Bankaufsichtsrecht aus diesem Grunde veranlasst wurden (zwingender Selbstbehalt), näher: *BankR-Hdb/Fischer/Boegl* § 125 Rn 96 f. und insbes. *BankR-Hdb/Haug* § 133a.

³⁷ *Baumbach/Hopt/Kumpan* HGB, (14) BörsG § 32 Rn 2; freie Handelbarkeit jedoch schon seit jeher einhellig vorausgesetzt: *Nußbaum* Kommentar zum Börsengesetz, 1910, § 36 BörsG Anm. I a; *Pleyer* Eigentumsrechtliche Probleme (Rn 23), S. 6; *Schwark/Zimmer/Kumpan* WpHG § 2 Rn 9 f., vgl. auch Rn 30; **aA** jedoch *Meyer-Cording* BB 1982, 896 (898) (eventuell freilich nur de lege ferenda).

³⁸ Übertragbarkeit durch Blankoindossament und Möglichkeit von gutgläubigem Erwerb: *Bärmann* Europäisches Geld-, Bank- und Börsenrecht I, 1974, S. 207; *Kümpel/Mülbelt/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.36–15.61; *Brink* Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten giroverkehr, 1976, S. 116 f. (mit rechtsvergleichenden Hinweisen auf die in wichtigen ausländischen Staaten üblichen Wertpapierarten S. 109–113); sowie *Izquierdo* Liberalisierung (Rn 13) S. 48. Zu zusätzlichen Anforderungen an die Fälschungssicherheit: *Izquierdo* aaO; *Heinze* Primärmarkt (Rn 13), S. 35.

³⁹ *Schwark/Zimmer/Heidelbach* BörsG § 32 Rn 28–31; wichtig war das vor allem für ausländische Papiere, für die heute die Clearstream Banking AG (früher Auslandskassenverein) Zertifikate ausgibt, um dann die Papiere selbst treuhänderisch für die Zertifikatsinhaber zu halten: *Brink* (vorige Fn) 1976, S. 118 (noch zum Rechtsverhältnis zwischen AKV und Zertifikatsinhaber S. 118–123); zum Übergang der Funktionen auf die Clearstream Banking AG, auf die der AKV verschmolzen wurde *Baumbach/Hopt/Kumpan* (13) DepotG § 1 Rn 6 f.; *Horn* WM-Sonderbeil. 2/2002. Zu den Konstellationen, in denen die Zertifizierung inländische Rechte zum Gegenstand haben soll: *Meyer-Cording* BB 1982, 896.

stellte Globalurkunde –⁴⁰ werden in verschiedenen Formen im Markt platziert: Die **Haupttrennungslinien** (mit zentraler rechtlicher Relevanz) sind heute, ob (i) Effekten nur rein tatsächlich in Marktsegmente eingeführt sind oder **Zulassung beantragt werden muss** und wird (für den Zeitpunkt, in dem Marktpflichten eingreifen, etwa unten Rn 319), und (ii) ob das **Angebot „öffentlich“** erfolgt, etwa durch Veröffentlichung gegenüber einem offenen Personenkreis (was etwa die Prospektpflicht auslöst, Art 3 Abs. 1 EU-Prospekt-VO (EU) 2016/1129, unten Rn 110),⁴¹ oder nur an einen geschlossenen Adressatenkreis, etwa an eine gewisse Anzahl institutioneller Anleger (private placement).⁴² Zwar sind Zwischenformen zu finden, sie müssen jedoch für die Rechtsanwendung den beiden Hauptkategorien zugeordnet werden (keine „halböffentliche“ Platzierung).⁴³ Eine Hauptform der privaten Platzierung bildet die Zuteilung bei Kapitalerhöhung nach § 186 Abs. 5 AktG, der Hauptfall der Aktienemission.

14 Das **öffentliche Angebot** – demnach mit einem gewissen Schwerpunkt bei der Anleiheemission – erfolgt nach **verschiedenen Verfahren**:⁴⁴ etwa im freihändigen Verkauf, teils auch in einem Tendersverfahren, in dem zwar bestimmte Konditionen bestimmt werden (etwa Zins oder Volumen), andere jedoch dem Gebot des Publikums überlassen werden (namentlich bei Schatzbriefen). Teils wird die Emission auch zur Zeichnung aufgelegt und bei Überzeichnung eine Aufteilung (Repartierung) vorgesehen. Heute ebenfalls wichtig – als Form des freihändigen Verkaufs – ist auch der Absatz über das Internet.⁴⁵

15 **b) Marktsegmente und „Märkte“.** Die wichtigsten Marktsegmente, die über die Trennlinie zwischen öffentlichem und privatem Angebot hinausgehen und die alle auf der Seite des öffentlichen Angebots liegen, werden **vom Börsenrecht und den Börsenordnungen bzw. den organisierten Marktformen nach MiFID II definiert** (daher schwerpunktmäßig unten 7. Teil, Kommentierung zum Börsengesetz und MiFID II nach §§ 72ff. WpHG). Hier nun kommt die zweite genannte Trennlinie zum Tragen, weil für die Einführung der Effekten in die meisten börslichen Marktsegmente eine **Zulassung beantragt werden muss** – anders im sog. Freiverkehr. Die Neuordnung in Deutschland erfolgte parallel zur Entwicklung eines breiten, modernen Kapitalmarktrechts (auf EU-Ebene) in den 1980er Jahren, zunächst mit dem Börsenzulassungsgesetz vom 16.12.1986,⁴⁶ mit dem der amtliche Markt⁴⁷ ergänzt wurde um den sog. geregelten,⁴⁸ später

40 Obsolet ist demgegenüber der früher ebenfalls in dieser Phase übliche Jungscheingiroverkehr: vgl. *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2241; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 158.

41 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2240; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 16 f.;

Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.97.

42 Eine sich unmittelbar anschließende Börseneinführung sollte – wenn der Vorgang als geplant verstanden wird – eine private Platzierung ausschließen: *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 17; mittlerweile anders:

Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.97. Jedenfalls ab Stellung des Zulassungsantrages greifen die marktrechtlichen Regeln ohnehin ein, vgl. etwa für das Insiderrecht unten Rn 319, 347, 472.

43 *Bosch* BuB 10/88; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 17; **aA** *Horn* Anleihen, S. 96 f., der Platzierungen meint, die so gestaltet werden, dass sie keine Prospektpflicht auslösen, aber nicht nur gegenüber einem individuell bestimmten Adressatenkreis erfolgen. In anderen Kapitalmarktrechten mag es diese Konstellation noch geben, Europäisches (und deutsches) Kapitalmarktrecht legt jedoch schon seit Einführung der allgemeinen Prospektpflicht einen objektiven Begriff zugrunde, vgl. näher unten Rn 90, 97 f.

44 Zum folgenden etwa: *Bosch* BuB 10/82–10/86; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Haag* Unternehmensfinanzierung § 29 Rn 29.8–29.11; *Hopt*, Verantwortlichkeit S. 16 f.; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.99 ff.

45 Zu ihren Rechtsproblemen vgl. etwa *Drygala* Die Vollharmonisierung des Vertriebsrechts für Finanzdienstleistungen im Fernabsatz, FS Lutter, 2000, 1563 (bes. 1580–1583); v. *Kopp-Colomb/Lenz* BKR 2002, 5; *Schaefer* MMR 2001, 491; *Schanz* Börseneinführung, 2012, § 10 Rn 10–13.

46 Börsenzulassungsgesetz (BörsZulG), BGBl. 1986 I S. 2478. Kommentierung unten 7. Teil Börsengesetz.

47 Früher: amtliche Notierung, umbenannt weil die amtliche Preisfestsetzung (Notierung) entfiel: vgl. *Mues* ZBB 2001, 353 (358).

48 Zu diesem Marktabschnitt: *Claussen* ZGR 1984, 1; *Hopt* WM 1985, 793; *Kümpel* WM-Sonderbeil. 5/85; *ders.* WM 1988, 1621; *Müller/Rödter/Harrer* Beck'sches Handbuch der AG, 2009, § 22 Rn 10–11; *Rössler/Troll/Einsele* BewG, 31.

dem sog. regulierten Markt (§ 33 BörsG), der auch den amtlichen Handel umfasst.⁴⁹ Weitere Differenzierungen von unterschiedlich schutzintensiven Marktsegmenten innerhalb desselben können die Börsenordnungen etablieren (§ 42 BörsG): etwa den General und den Prime Standard, die Zulassung zu Letzterem etwa Voraussetzung für die Einbeziehung in den DAX.⁵⁰ Außerhalb des regulierten Marktes bleiben der sog. Freiverkehr (abgewickelt an den Börsen, § 48 BörsG) und die organisierten Handelssysteme, diese auch außerbörslich (vgl. §§ 72 ff. WpHG sowie §§ 48a, 48b BörsG), während das zeitweise existierende Segment des „Neuen Marktes“ 2003 wieder geschlossen wurde.⁵¹ Allein der amtliche Markt und der regulierte Markt haben auch für das internationale Geschäft Bedeutung.⁵²

Kein Marktsegment, sondern der Versuch, einen **genuin international konzipierten Markt** zu etablieren, bildet(e) der sog. **Euromarkt**, unterfallend in einen Eurokredit- sowie – für das Emmissionsgeschäft allein wichtig – einen Eurogeld- und einen Eurokapitalmarkt.⁵³ Alle Teile sind freilich stark interdependent, weil die Geschäfte auf dem Eurokreditmarkt vorrangig auf dem Eurogeldmarkt refinanziert werden⁵⁴ und in Konkurrenz treten zu den Emissionen auf dem Eurokapitalmarkt⁵⁵ (alternative Finanzierungsinstrumente, vgl. bereits oben Rn 11, auch für Zahlen). Die Entstehungsursache für den Euromarkt – als einem Off-shore Markt, auf dem die Anwendung nationalen Wirtschaftsrecht möglichst weitgehend vermieden werden soll-

EL Mai 2020, § 11 Rn 4–6; Schäfer ZIP 1987, 953 (956–958); Schwark NJW 1987, 2041 (2045 f.); Woopen ZIP 1986, 254 (258). Der deutsche Gesetzgeber folgte damit der positiven Erfahrung zahlreicher anderer europäischer Rechtsordnungen mit solchen Börsennebenmärkten. Zu diesen: Claussen ZGR 1984, 1 (4–8); Hopt WM 1985, 793 (795–797).

49 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkttrichlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.7.2007, BGBl. I S. 1330; Materialien dazu BT-Drs. 16/4028, 16/4037; BR-Drs. 833/06 (Regierungsbegründung).

50 Zu all dem ausf. Gebhardt WM Sonderbeilage 2/2003; Schlitt AG 2003, 57; sowie Beck BKR 2002, 699; Weber Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, NJW 2003, 18 (20); Pressemitteilung der Deutschen Börse vom 26.9.2002, NZG 20/2002, IX; heute Schwark/Zimmer/Heidelbach BörsG § 42 Rn 9.

51 Hierzu, auch zur Frage, ob die nötigen Kündigungen wirksam waren: Edelmann BB 2002, 1332; Schlitt AG 2003, 57 (60); Witt/Rafiqpoor BB 2002, 2615; Wolf WM 2001, 1785. Zu diesem Marktsegment, Ausrichtung, Zulassungsvoraussetzungen und seinem mäßigen Erfolg zu diesem Marktsegment Förschle/Helmschrott „Neuer Markt“ an der Frankfurter Wertpapierbörse – eine erste Bilanz, 2. Aufl., 1998; Potthoff/Stuhlfauth Der Neue Markt – ein Handelssegment für innovative und wachstumsorientierte Unternehmen – kapitalmarktrechtliche Überlegungen und Darstellung des Regelwerkes, WM-Sonderbeil. 4/97, S. 1 (6–8); Francioni Eigenkapital für wachstumsorientierte Unternehmen – der „Neue Markt“ der Deutsche Börse AG, in: Gerke (Hrsg.), Die Börse der Zukunft, 1997, S. 87 (bes. 91, Mindestemissionsvolumen nur 10 Mio. DM); rechtsvergleichend Harrer/Erwe Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Vergleich zu NASDAQ und EASDAQ, RIW 1998, 661.

52 Die anderen Segmente, die der Heranführung an den amtlichen Markt dienten, waren schon seit einiger Zeit für internationale Emittenten ihrer Größe wegen uninteressant: Hopt WM 1985, 793 (799); und für den geregelten Freiverkehr: Köstlin Anlegerschutz und Auslandsbeziehungen, 1985, S. 57; Müller-Stahl Der geregelte Freiverkehr, 1971, S. 22 f.

53 Büschgen Das kleine Börsenlexikon, 23. Aufl., 2012, Stichwort: Euromarkt; Cramer Das internationale Kreditgeschäft der Banken, 1981, S. 10; Dennig Euro-Teilmärkte, S. 42; Einsele Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2014, § 4 Rn 58, 64, 68 (Euromarkt bzgl. Kreditkonsortialgeschäfte); Goltz Roll-Over-Eurokredite, S. 18–20; Hirsch/Horn Konsortialkredite, S. 7; Jacquemont L’emission, S. 18 f.; Heinke Bonitätsrisiko und Credit rating festverzinslicher Wertpapiere – eine empirische Untersuchung am Euromarkt, 1998; Hüttemann Kreditderivate im europäischen Kapitalmarkt, 1997; Langenbucher/Bliesener/Spindler/Walgenbach 16. Kap. Rn 1 Rn 2; Wagner Unterbeteiligung bei Eurokrediten, 1986, S. 1. Zahlenmaterial zum relativen Gewicht (für die Anfangsjahre): Preisig Roll-Over-Eurokredit (Fn 27), S. 55–60; und für die 80er Jahre: Dennig aaO [diese Fußnote] S. 107–195; Horn JBl 87, 409 (409 f.); jüngere Zahlen oben Fn 26.

54 Aden RIW 1982, 309 (310); Goltz Roll-Over-Eurokredite, S. 19; Hirsch/Horn Konsortialkredite, S. 8; Horn FS Werner 1984, 357 (358 f.); Jacquemont L’emission, S. 18; Preisig Roll-Over-Eurokredit (Fn 27), S. 23.

55 Büschgen Das kleine Börsenlexikon, 23. Aufl., 2012, Stichwort: Euro-Kredit; Dennig Euro-Teilmärkte, S. 44 f.; Goltz Roll-Over-Eurokredite, S. 20; Preisig Roll-Over-Eurokredit (Fn 27), S. 37; sowie (unter Hinweis auf die Angleichung auch in den Techniken): Horn JBl 87, 409 (410).

te –⁵⁶ ist durch die Fortentwicklung des Regelungsumfeldes stark tangiert und modifiziert: Die Regeln, deren Anwendung primär vermieden werden sollte – namentlich die Mindestreservepflicht, teils auch das bankaufsichtsrechtliche Eigenmittelregime – sind heute EU-weit oder jedenfalls für die Euroteilnehmerstaaten geregelt, so dass heute nicht einerseits die Binnenmarktfreiheiten genutzt werden können, die Anwendung eines bestimmten Wirtschaftsrechts jedoch vermieden werden kann. Gleiches gilt schon seit langer Zeit für die Prospekt- und sonstigen Publizitätspflichten (näher zu den verschiedenen Bereichen Teil 1 Rn 95–98, 145 und unten Rn 106, 112, 189, 230f.).⁵⁷ Um die Anwendung dieser Normen zu vermeiden, muss(ten) also inzwischen Anknüpfungspunkte außerhalb der EU (bzw. der Teilnehmerstaaten) gesucht werden.

III. Strukturierung der Platzierung: Vielfalt der Verpflichtungen dem Emittenten gegenüber und der Gestaltungen im Konsortium

1. Vielfalt der Verpflichtungen dem Emittenten gegenüber

- 17 **a) Eigenemission als Ausnahme.** Die Emission von Finanzinstrumenten, namentlich den kapitalmarktgängigen Wertpapieren und Geldmarktpapieren (oben Rn 6 und 5. Teil Rn 81–88), erfolgt heute praktisch nur **in wenigen Ausnahmefällen** durch den Emittenten selbst (**Eigenemission**) – d.h. ohne Verpflichtung eines Kreditinstituts (dem Emittenten gegenüber). Diese betreffen die Eigenemissionen durch Kreditinstitute selbst⁵⁸ oder aber – wenn die Aktien fest von der Konzernmutter übernommen werden – bei Konzerntöchtern.⁵⁹ Freilich engagieren sich auch Kreditinstitute i.d.R. nicht bei einer Emission von Aktien in der Gründungsphase des jeweiligen Unternehmens.⁶⁰
- 18 **b) Formen der Fremdemission.** Die Fremdemission dominiert demnach. Hier stehen **zwei klassische Formen** der Verpflichtung im Vordergrund und – als Dritte – die Kombination von beiden. Freilich differiert die Bedeutung der Formen von Instrument teils signifikant. Kreditinstitute – üblicherweise zusammengeschlossen in einem Konsortium – können allein die Platzierung übernehmen, d.h. die Papiere kommissionsweise anbieten (bloßes Begebungskonsortium oder **Best Effort** Underwriting) oder aber die Emission (oder Teile derselben) fest übernehmen, mit dem Risiko, und dann abverkaufen (Übernahmekonsortium oder **Firm Commitment** Underwriting),⁶¹ ggf. auch verbunden mit einer Platzierungsverpflichtung (sog.

56 Zuerst wollte man die Anwendung von US-amerikanischem Recht vermeiden, zuallererst von Embargomaßnahmen (vgl. *Goltz*, Roll-Over-Eurokredite, S. 20 f.; *Hahn* Währungsrecht, 1990, S. 50; *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 6), sodann der Regulation Q, die die Zinsen für Sicht- und Termineinlagen in den USA höhenmäßig beschränkte (aufgehoben 1980): *Dennig* Euro-Teilmärkte, S. 289–292; *Goltz* aaO [diese Fußnote] S. 22; *Hahn* aaO [diese Fußnote] S. 50 f.; vgl. später etwa *Hoffmann/Baron* ZBB 2005, 317 (319–323) (zu High-Yield Bonds).

57 Zur Entwicklung des Mindestreserverechts (vom deutschen zum Europäischen Recht) vgl. nur MünchKommBGB/*Grundmann* §§ 243/244 Rn 66 (und sukzessive die Voraufgaben).

58 Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.82; *Fredebeil* Aktienemission, S. 165; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 52.

59 *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 13; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.81–15.89 (mit kurzer Skizzierung der unterschiedlichen Vorteile der Fremdemission).

60 *De Meo* Bankenkonsortien, S. 11; vgl. auch *Groß* BuB 10/258b (zahlenmäßige Entwicklung des Geschäfts).

61 Vgl. zu beiden Formen (und ihrer Verbreitung bei den verschiedenen Typen von Konsortialgeschäften) etwa: *Büschgen* ÖBA 1988, 423 (427, 431); *De Meo* Bankenkonsortien, S. 11; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 13; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.90–15.96; *Büschgen/Richolt/Reimnitz* Handbuch, S. 241 (257 f.). Zu Parallelen – genauer: zur Mischung und Verbindung beider Formen – im Bookbuilding-Verfahren (vgl. *Willamowski* Bookbuilding, S. 112–114 und noch unten Rn 20. Das Vermittlungskonsortium, bei dem die Konsortialbanken im Namen des Emittenten auftreten, ist nahezu obsolet: *Hopt* aaO [diese Fußnote] S. 13 Fn 43; *Schönle* Bankrecht, S. 272.

Einheitskonsortium). Marktübergreifend – für alle Instrumente insgesamt – steht das Firm Commitment eindeutig im Vordergrund (mit oder ohne Platzierungsgarantie).⁶²

Eine Alternative zu den genannten Formen der kommissionsweisen und der Festübernahme eines bestimmten Volumens von Effekten bildet das sog **Book Building-Verfahren**. Hier werden zunächst weder Umfang noch Preis festgelegt, sondern nur eine Marge, mit der die zukünftige Konsortialführerin bei Anlegern die Bereitschaft eruiert – um dann auf dieser Grundlage mit dem Emittenten den endgültigen Emissionsvertrag abzuschließen.⁶³ Während die Zulässigkeit des Verfahrens in Deutschland (mangels „Bestimmtheit“ des ermächtigenden Hauptversammlungsbeschlusses) teils in der Rechtsprechung als unzulässig eingestuft wurde,⁶⁴ ist heute wohl Erw.grund 10 der MAR zu den Kurspflegemaßnahmen dahingehend zu verstehen, dass das Verfahren im nationalen Recht grds. zugelassen werden muss (unten Rn 387). Die Praxis wendet es inzwischen auch als unbedenklich an.

c) Funktionen der verschiedenen Formen und verschiedene Verbreitung. Mit der **Dualität der klassischen Formen** hängt auch die Dualität der Interessen zusammen, derentwegen die Kreditinstitute eingeschaltet werden, d.h. welche Intermediärsleistungen nachgefragt werden: ob nur die **Platzierungskraft** der Kreditinstitute (und überlegene Expertise) nachgefragt wird oder zusätzlich auch deren **Risikotragungskapazität** (verbunden mit einer Internalisierung des Risikos von Fehleinschätzungen, von Prognosefehlern, bei den Kreditinstituten) (vgl. bereits 5. Teil Rn 18–28). Beim **Book Building** wird zwar zuletzt ebenfalls eine Festübernahme vereinbart, die Grundlage für die Risikoübernahme ist jedoch – zugunsten der Konsortialbanken – besser „ausgetestet“ (solidere Informationsbasis).

Dass das Firm Commitment zusätzlich bepreist wird,⁶⁵ ist selbstverständlich, desgleichen dass dann bei der Auswahl die „Rentabilität“ der jeweiligen Emission und Emissionsform wichtig ist. Dies erklärt – neben rechtlichen Gründen, die teils die Wahl vorgeben – die **unterschiedliche Verbreitung von Best Effort und Firm Commitment**. Während nach dem Gesagten das Firm Commitment insgesamt deutlich vorherrscht, ggf. kombiniert mit Platzierungspflichten als sog. Einheitskonsortium (oben Rn 18), ist das keinesfalls bei allen Effekten so und differieren auch die Gründe für die Wahl: Während bei der **Aktienemission** § 186 Abs. 5 AktG die Festübernahme bereits rechtlich vorgibt,⁶⁶ sind bei den **Papieren des Fremdkapitals** oder auch strukturierten Papieren unterschiedliche Praktiken zu konstatieren: Bei längerer Fristigkeit ist noch heute die Festübernahme üblich, sowohl bei nationalen⁶⁷ als auch bei internationalen Emissionen.⁶⁸ Im internationalen Geschäft findet sich vielfach statt der Festübernahme eine Absiche-

⁶² Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.93, 15.175; Langenbacher/Bliesener/Spindler/Groß Bankrechts-Kommentar, 40. Kap. Rn 31; MüKoHGB/Singhof Emissionsgeschäft Rn 14; MünchHdbGesR/Schücking § 32 Rn 31.

⁶³ Dazu etwa Groß ZHR 162 (1998) 318; Hein WM 96, 1; Willamowski Bookbuilding; Schwark/Zimmer/Preuß WpPG § 2 Rn 17.

⁶⁴ Hierzu Willamowski Bookbuilding, S. 94–97, 186–195; Busch AG 2002, 230; Groß ZIP 2002, 160; für Unzulässigkeit namentlich noch OLG Frankfurt Urt. v. 6.7.2004 – 5 U 122/03, juris; KG Urt. v. 22.8.2001 – 23 U 6712/99, ZIP 2001, 2178 (2180 f.).

⁶⁵ Hierzu, vor allem auch zur richterlichen Kontrolle, Möllers/Puhle ZBB 2011, 212.

⁶⁶ Ebenso Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt Rn 15.415 f.; auch Groß BuB 10/305 f. (ausführlich zur Durchführung 10/294b bis 10/296); Immenga FS Beusch 1993, 413 (413 f.). Der Gesetzgeber wollte mit der Einführung von § 186 Abs. 5 AktG eine für die Praxis anders kaum handhabbare Lösung eröffnen: Kropff Aktiengesetz – Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 mit Begründung des Regierungsentwurfs und Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestags, 1965, S. 295 (Regierungsbegründung).

⁶⁷ Etwa: Canaris Bankvertragsrecht Rn 2250; Ekkenga/Maas Wertpapieremissionen, 49 f.; Hopt Verantwortlichkeit, S. 14; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.93; Schönle Bankrecht, S. 272.

⁶⁸ Büschgen ÖBA 1988, 423 (427, 431); Hopt FS Kellermann, 1990, 181 (185 f.); Büschgen/Richolt/Reimnitz Handbuch, 241 (257 f.); anders noch: Horn Anleihen, S. 111 f., 172–176 (bei Emission Verpflichtung erst nach Zusammenführung des Konsortiums). Anders offenbar bei Kreditkonsortien, vgl. König Syndicated Loan Agreements, S. 17, 49–51.

rung durch eine sog. Back-up Line (Ausfallgarantie) oder Kreditgewährung.⁶⁹ In Deutschland wird meist zusätzlich die Pflicht zur tatsächlichen Begebung übernommen (Einheitskonsortium).⁷⁰ Fehlt es an jeglicher Form der Absicherung, wird i.d.R. für ein bloßes „private placement“ ohne öffentliches Angebot optiert.⁷¹ Demgegenüber ist bei Geldmarktpapieren – namentlich bei Euronotes –, seitdem auch hier jede Festübernahme mit Eigenmitteln unterlegt werden muss, jede Form der Absicherung (Festübernahme oder Alternativen) durch das Bankenkonsortium unüblich geworden.⁷² Der Umfang der Eigenmittelkosten verbietet sich angesichts der kürzeren Fristigkeit und des entsprechend geringeren Beitrags zum Finanzierungsbedarf. Aus diesem Grund werden diese Papiere i.d.R. auch nicht an Börsen platziert, sondern nur durch einfaches öffentliches Angebot oder gänzlich im private placement.

22 2. Vielfalt der Gestaltungen im Konsortium. Emissionen werden **regelmäßig (nur) durch Emissionskonsortien platziert**⁷³ – im internationalen Verkehr, vor allem beim Anleihekonsortium typischerweise mit Konsorten jeweils mit Sitz in jedem der Platzierungsmärkte und -jurisdiktionen.⁷⁴ So soll das Risiko gestreut und der Goodwill auf viele verteilt werden (auch Emittentenwunsch).⁷⁵ Konsortien mit dauerhaft gleichem Bestand sind international gänzlich unüblich, aber auch innerstaatlich im Rückzug.⁷⁶ Konsortien zeichnen sich meist durch **zweistufige Organisation** aus – mit deutlich geringerer Quotengröße vor allem auf der zweiten Ebene⁷⁷: **Auf der ersten Ebene** können die (Haupt-) Konsorten als Konsortium auftreten (Außenkonsortium),⁷⁸ freilich ebenfalls mit einer Konsortialführerin, die die Verhandlungen und weitere Sonderfunktionen übernimmt (unten Rn 37 f.), oder aber eine Hauptkonsortialbank tritt nach außen allein auf – und verteilt die Quoten danach (Innenkonsortium, mit Prime Underwriter und Sub-Underwriter, i.d.R. als Innengesellschaft).⁷⁹ Ebenfalls möglich ist, dass der Prime

⁶⁹ So insbesondere bei den Mustern nach französischer Praxis: *Horn Anleihen*, S. 93, 102–104.

⁷⁰ *De Meo* Bankenkonsortien, S. 11 f.; *Hopt Verantwortlichkeit*, S. 14.

⁷¹ Vgl. *Büschgen* Bankbetriebslehre, 5. Aufl. 1998, S. 390; zu „private placements“ im US-amerikanischen Recht, vgl. *Weiler/Dlouty* US-Private-Placements – eine immer attraktivere Alternative zur Kapitalbeschaffung, ET 2006, 96–99. Für die dargestellten Absicherungsformen und -praktiken: *Büschgen* ÖBA 1988, 423 (431); *Hopt* FS Kellermann, 1990, 181 (185); *Horn Anleihen*, S. 101–105, 112–114; *Jacquemont* L’emission, S. 109 f.; *Kahn* FS Schmitthoff, 1973, 215 (217); *Büschgen/Richolt/Reimnitz* Handbuch, 241 (245 f., 257 f.).

⁷² *Kolb/Rodríguez* Financial Markets, 1996, S. 39; zur Beschreibung (NIF, RUF, SNIF, TRUF, PUF und auch BONUS, GNF) und Literatur vgl. etwa *BankR-Hdb/Grundmann* 1. Aufl. 1997, § 112 Rn 9.

⁷³ Zur zentralen Stellung unter den drei Konsortialtypen (sonst noch Kredit- und Sanierungskonsortium) *Baumbach/Hopt* HGB, (7) *BankGesch* Rn Y/1–3; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 1; Münch-Komm/Schäfer BGB Vor § 705 Rn 53 ff.; *Pöhler* Internationales Konsortialgeschäft, S. 26–28 (dort auch zur verstärkten Erstreckung in den Bereich der Emission von Geldmarktpapieren S. 18, 21 f.).

⁷⁴ *Horn Anleihen*, S. 164; *Bosch* BuB 10/93.

⁷⁵ *Bosch* BuB 10/27; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.114 f.

⁷⁶ *Baumbach/Hopt* HGB, (7) *BankGesch* Rn Y/2 („zeitweilige Vereinigungen“); nach *Büschgen* ÖBA 1988, 423 (435) hat das „Konsortialgeschäft [in] ... seiner internationalen Prägung ... eine Entwicklung erfahren weg vom ... ‚Pfründengeschäft‘ hin zu einer konkurrenzintensiven ... Banktechnik“; ähnlich schon vorher: *Horn Anleihen*, S. 140 f.; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 824 (internationale Konsortien häufig nicht einmal reiterativ). Insbesondere nahm das Schweizer Emissionskonsortium, solange es als Dauerkonsortium Schweizer Banken existierte (vgl. *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 25), an internationalen Emissionen eher teil, als dass es sie allein durchführte. Dauerkonsortien werden i.d.R. als Kapitalgesellschaften organisiert und dies nicht grenzüberschreitend: *Büschgen* ÖBA 1988, 423 (424) (mit Beispielen).

⁷⁷ Quotenhöhen häufig im 1%-Bereich, damit jedoch sehr breite Goodwillstreuung, sowohl auf Seiten der Emissionsbanken als auch der Emittenten: vgl. *Gerner-Beuerle* Haftung von Emissionskonsortien, S. 19 f.; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 28; *Büschgen/Richolt/Reimnitz* Handbuch, S. 241 (258).

⁷⁸ *Bosch* BuB 10/28; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 24 f.; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.116.

⁷⁹ *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 25 f.; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.117. Bei allen im Folgenden genannten Formen der Innengesellschaft ist es unschädlich, dass Innengesellschafter sich durchaus nach außen zu erkennen geben, etwa auf einem Tombstone Advertisement; vgl. *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.120.

Underwriter Quoten schlicht an weitere Underwriter verkauft, ohne eine Innengesellschaft einzugehen.⁸⁰ **Auf der zweiten Ebene** werden die jeweiligen Quoten nochmals aufgeteilt, i.d.R. im Wege der Unterbeteiligung oder sog. Metaverhältnisse.⁸¹ Teils – besonders im internationalen Geschäft – übernehmen die Banken auf zweiter Ebene die Quote nur kommissionsweise, ohne eigene Risikoübernahme (sog. bloße selling group).⁸²

B. Zivilrechtliche Organisation der Emission

I. Rechtsbeziehung des Konsortiums zum Emittenten

Der Inhalt selbst des Geschäfts – i.d.R. Platzierung, i.d.R. Festübernahme, ggf. Börsenzulassung und Kurspflege – bestimmt sich im Verhältnis des Konsortiums bzw. der Konsortialführerin zum Emittenten (hier I.), die Aufteilung der Aufgaben und des Risikos dann unter den Konsorten (unten II.). Sowohl zu Emittenten als auch zum Konsortium bzw. einzelnen Konsortialbanken haben die Anleger Rechtsbeziehungen, teils dann auch untereinander (unten III.). Das Gerüst bildet also ein Dreieck an Beziehungen zwischen Emittent, Konsortium/Konsortialbanken und Anleger, wobei als weitere Beziehungen diejenigen innerhalb des Konsortiums näher zu erörtern sind.

1. Vertragsgrundlage (mit anwendbarem Recht). Den Übernahmevertrag verhandelt in allen Formen (oben Rn 22) **allein die Konsortialführerin**,⁸³ sie allein haftet für Beratungsfehler aus culpa in contrahendo.⁸⁴ Sie schließt für die anderen Konsortialbanken, soweit die Quoten nicht erst später verkauft werden, als Vertreterin ab.⁸⁵ **Im grenzüberschreitenden Fall** findet im Falle der üblichen Rechtswahlklausel das gewählte Recht Anwendung (Art. 3 Rom-I-VO),⁸⁶

⁸⁰ *De Meo* Bankenkonsortien, S. 56 Rn 123; *Ekkenga/Maas* Wertpapieremissionen, S. 54; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 27, 28 f. (auch zur Folge für den Pflichtenstandard); *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.118.

⁸¹ *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 26. Zu den verschiedenen Formen: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 31 f.; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.119 f.

⁸² *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 20; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.95 (jedoch heute selten, da eigene Platzierungskapazität zunehmend ausgebaut).

⁸³ Das Konsortium konstituiert sich nach gängiger Vertragspraxis (vgl. dazu *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 71 f.) rechtlich erst nach Festlegung der Bedingungen, ggf. auch erst nach einem Book Building; vgl. die Musterformulare bei *Bosch* BuB 10/242, 10/246a, 10/254, 10/257 sowie die Übersicht bei *Schücking* Emissionskonsortien, Rn 59–62; ebenso *Ekkenga/Maas* Wertpapieremissionen, Rn 259 ff., *De Meo* Bankenkonsortien, S. 320 f. Festlegung der Bedingungen und Beratung sind also Aufgabe allein der Konsortialführung; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 29; vom Gegenteil ging offenbar *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2249 aus.

⁸⁴ *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2249; *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 37–39; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 20 f.; *Schürmann* Festübernahme, S. 80–84. Zur Beweislast und dem Kausalitätserfordernis: *Canaris* aaO. [diese Fußnote]. Dazu (Zeitpunkt, Volumen, Konditionen, vor allem Preisfestsetzungsmethoden): *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 15; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.86 ff.

⁸⁵ Zum Streit, ob qua Vollmacht oder organschaftlicher Vertretungsmacht, vgl. (für Alleingeschäftsführung nach § 710 BGB): *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2264; *Westermann* AG 1967, 285 (290). Zur Frage, ob dann die AGB der Konsortialführerin (entsprechend der BGH-Rechtsprechung zu den branchenüblichen AGB) auch ohne Hinweis einbezogen werden, bejahend: OLG Hamm Urt. v. 16.4.1984 – 2 U 307/82, WM 1984, 1600 (1602); näher BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 71 (auch zur Konstruktion); dagegen *Bosch* BuB 10/166; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 146 f.

⁸⁶ Zur Üblichkeit der Klausel *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 113; *Horn* Anleihen, S. 105 f. (mit Fallmaterial aus der Euroemissionspraxis); *Hottenrott* Globalanleihen, S. 42 f.; und allgemein für alle Emissionsverträge: *Kahn* FS Schmitthoff, 1973, 215 (236–239). Zu ihrer Zulässigkeit für den Übernahmevertrag (auch bei Aktienemission) MünchKommBGB/*Martiny* Art. 4 Rom-I-VO Rn 219; *Staudinger/Magnus* Int. VertragsR. I Art. 3 Rom I-VO Rn 13 („für alle schuldrechtlichen Verträge“ und damit auch Emissionsverträge) sowie deutlicher *Staudinger/Magnus* Int. VertragsR. I Art. 4 Rom I-VO Rn 295; für die im Kern inhaltsgleichen Vorgängerregeln, namentlich Art. 4 EVÜ/Art. 28 EGBGB: *Horn* Anleihen, S. 484. Zu Fragen des anwendbaren Rechts näher BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 86.

sonst das Sitzrecht des fraglichen Instituts (Art. 4 Abs. 1 lit. b oder Abs. 2 Rom-I-VO)⁸⁷ oder in konsortialrechtlichen Fragen das der Konsortialführerin.⁸⁸ Eine *lex mercatoria* ist gerade in diesem Rechtsverhältnis nicht entstanden,⁸⁹ so dass sich die Frage nach ihrer Rechtsnatur nicht stellt.

25 Streitig ist, ob der jeweilige **Vertrag darlehens- oder kaufrechtlicher Natur** ist.⁹⁰ Einhellig wird jedenfalls die Anwendung von §§ 383 ff. HGB bejaht, wenn die Effekten nur zur Platzierung übernommen werden (best effort)⁹¹ – dabei jedoch nicht erwähnt, dass § 186 Abs. 5 AktG entgegenstehen mag. Und die zentralen Pflichten werden ohnehin klauselmäßig vereinbart.⁹² Hier nun sind die – über den Theorienstreit häufig viel zu wenig berücksichtigten –⁹³ Unterschiede in der Ausgestaltung der Pflichten bei der Emission von Schuldtiteln einerseits und von Anteilen andererseits bemerkenswert. Diese – praktisch zentrale – Wasserscheide prägt die Gliederung im Folgenden. Dies entspricht auch der unbestrittenen Erkenntnis (vor allem unter Gesellschaftsrechtlern), dass es sich im Falle des § 186 Abs. 5 AktG um einen **korporationsrechtlichen Beitrittsvertrag** handeln muss.⁹⁴ Unbestreitbar ist auch, dass alle Übernahmeverträge, wenn mehr als nur die schlichte Festübernahme vereinbart ist (vorige Rn), auch **geschäftsbearbeitungsrechtliche Elemente** enthalten.⁹⁵ Insbesondere im grenzüberschreitenden Fall ist auch Beratung zum ausländischen Wirtschaftsrecht geschuldet.⁹⁶

26 Das Recht zum Rücktritt wird mit der sog. **Krisenklausel** regelmäßig vereinbart für den Fall, dass der Eintritt wirtschaftlicher oder politischer Faktoren den Emissionserfolg ernsthaft gefähr-

87 Staudinger/*Magnus Int. VertragsR.* I Art. 4 Rom I-VO Rn 295; MünchKommBGB/*Martiny* Art. 4 Rom-I-VO Rn 219; für die im Kern inhaltsgleichen Vorgängerregeln, namentlich Art. 4 EVÜ/Art. 28 EGBGB: *Ebenroth* FS Keller, 1989, 391 (416) (für die Emission von Geldmarktpapieren); *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 117; *Horn* Anleihen, S. 484.

88 MünchKommBGB/*Martiny* Art. 4 Rom-I-VO Rn 220; für die im Kern inhaltsgleichen Vorgängerregeln, namentlich Art. 4 EVÜ/Art. 28 EGBGB: *Goltz* Roll-Over-Eurokredite, S. 42f.; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 115; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 117; *Horn* Anleihen, S. 484; *König* Syndicated Loan Agreements, S. 81f. Zur Begründung näher BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 86.

89 Ebenso: *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 195–198 (mangels Rechtsbindungswillens); *Jacquemont* L’emission S. 167–171; *König* Syndicated Loan Agreements, S. 116f.; *Horn/Schmitthoff/Slater* Transnational Law, S. 329 (bes. 346–351); aA bes. *Horn* Anleihen, S. 521–536. Näher zu den üblichen, aber divergierenden Klauseln: BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 85. Zu einem freilich immerhin bestehenden Auslegungsgrundsatz international einheitlicher Anwendung vgl. selbst Autoren, die die Lehre von einem autonomen Welthandelsrecht ansonsten nicht propagieren, etwa: *Baumbach/Hopt/Hopt* Einl. 8 zu (11) ERA; *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 930; *Lorenz* FS Neumayer 1985, 407 (426f.); *Steindorff* FS von Caemmerer 1978, 765.

90 Für Kaufvertrag: RG Urt. v. 25.2.1922 – I 312/21, RGZ 104, 119 (120); *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 20; *Horn* Anleihen, S. 137–139 (mit rechtsvergleichender Aussicht); *Hottenrott* Globalanleihen, S. 39; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.111; *Rohr* Emissionsrecht, S. 104–107. Für Darlehensvertrag: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2243 (allerdings über § 365 BGB wichtige kaufrechtliche Gehalte doch zur Anwendung bringend). Näher, auch zu den Anleihen, die bei der jeweils anderen Theorie genommen werden müssen: BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 73.

91 Für Anleihe- wie Aktienemission gleichermaßen: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2243, 2244; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 19; und ohne genaue Spezifizierung: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.90; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 290. Nach dem Gesagten ist das bloße Best Effort Commitment jedoch eher selten, außer bei Geldmarktpapieren, vgl. oben Rn 21.

92 *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 20f.; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.113, 15.175 ff.

93 Eher en passant erwähnt bei *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2249 ff.; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 146 ff.; anders in jüngerer Zeit jedoch *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.151 f., 15.402 ff., 15.556 ff.

94 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2244; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 19; *Lenenbach* Kapitalmarkt- und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 2017, Rn 10.107 und 10.156 f.; MünchKommBGB/*Schäfer* BGB Vor § 705 Rn 58; *Rohr* Emissionsrecht, S. 108.

95 *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.111 f.; und für die Aktienemission: *Groß* BuB 10/308e; *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2244; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 19.

96 Dazu: *Horn* Anleihen, S. 56. Speziell zur Pflicht, Emissionen so zu gestalten, dass wirtschaftsrechtliche Folgen, etwa eine Prospektpflicht, vermieden werden: *Horn* Anleihen, S. 96–98; *Penn/Shea/Aurora* The Law and Practice of International Banking, 1987, S. 455–457.

det.⁹⁷ Dies gilt auch für den grenzüberschreitenden Fall.⁹⁸ Bei der Aktienemission stehen freilich ab Eintragung ins Handelsregister die Kapitalerhaltungsgrundsätze entgegen.⁹⁹

2. Rechte und Pflichten bei Emission von Schuldtiteln u.ä. Bei der Emission von Schuldtiteln gleich welcher Fristigkeit und von anderen Papieren, die nicht den aktienrechtlichen Beschränkungen unterliegen (unten Rn 29f.), versprechen, wenn die Konsortialführerin für ein Konsortium auftritt, die **Konsortialbanken (erster Ebene) quotat**, dass sie selbst die Stücke fest übernehmen bzw. platzieren,¹⁰⁰ wenn andere Konsorten ausfallen, auch deren Tranche quotat.¹⁰¹ Bei Festübernahme wird häufig zudem ausdrücklich eine Platzierungspflicht übernommen,¹⁰² was freilich iZw als bloße Bemühenspflicht im Rahmen des Zumutbaren zu verstehen ist (bloßer Versuch).¹⁰³ Entgegen der überwiegenden Meinung wird gleiches ohne Abrede nur in Ausnahmefällen zu bejahen sein, da das maßgebliche Argument – der Emittent solle nicht in Abhängigkeit zu einer Konsortialbank geraten –¹⁰⁴ bei den üblichen Quoten von ca. 1% der Emission nicht trägt.¹⁰⁵

Umgekehrt schuldet der **Emittent** Lieferung der Stücke,¹⁰⁶ i.d.R. jedoch keine gesonderte Vergütung für die Übernahme (firm commitment oder best effort),¹⁰⁷ sondern nur für zusätzliche Geschäftsbesorgung (etwa Begleitung der Börsenzulassung).¹⁰⁸

97 Für Aktien- und Anleiheemission gleichermaßen: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2252; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 398f. sowie für die Anleiheemission: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.194; und die Musterverträge bei *Bosch/Groß* BuB 10/245 (Art. 10), 10/324 (unter XII); für die Anleihen ausführlich: *Horn* Anleihen, S. 127–130; *Hottenrott* Globalanleihen, S. 41. Ohne Abrede einer Krisenklausel wird auf §§ 321, 313 BGB verwiesen: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2253 (allerdings ohne Sonderbehandlung derjenigen Fälle, in denen sich die Bonität des Emittenten tiefgreifend geändert hat, für die er ebenfalls auf die Krisenklausel verweist, aaO Rn 2252); **aA** *Horn* Anleihen, S. 129f. Näher hierzu – sowie zu Rückabwicklungs-, vor allem jedoch Kostenerstattungsfragen –: *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 72; *Lenenbach* Kapitalmarktrecht (Fn 94), Rn 10.143. **98** *Horn* Anleihen, S. 127–130; und auch: *Habersack/Mülbert/Schlitt/Haag* Unternehmensfinanzierung, § 29 Rn 29.67 ff.; *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 97; zu sog *force-majeure*-Klauseln: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.190.

99 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2254; *KölnKomm/Lutter* AktG § 185 Rn 15.

100 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2250; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 148; *Horn* Anleihen, S. 112f.

101 Näher zu dieser Pflicht, insbesondere auch zur Ausfallhaftung für die anderen Konsorten, die in dieser Pflicht fußt, unten Rn 47; und zu den unterschiedlichen Gestaltungspraktiken in England, den USA und in Kontinentaleuropa im Vergleich: *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 83–85.

102 *De Meo* Bankenkonsortien, S. 149; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 14. Bei bloßer kommissionsweiser Übernahme (best effort) gilt das auch ohne Abrede, weil erst mit Platzierung der Gegenwert verschafft wird (§ 384 Abs. 1 HGB), ebenso *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2255; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 149 Rn 76; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 86.

103 Vgl. *De Meo* Bankenkonsortien, S. 149; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 86–88; *Horn* Anleihen, S. 119. Zur Zumutbarkeitschranke *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2255; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 86–88; *Horn* Anleihen, S. 119f.

104 Für diese hM *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2255; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 149 Rn 76; *Horn* Anleihen, S. 118–120. Speziell für das Argument, wirtschaftlicher Abhängigkeit sei vorzubeugen: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2255; *EBJS/Groß* BankR VII Rn 42; *Westermann* AG 1967, 285 (288). Mit dem Wesen der Emission (sie sei auf Platzierung ausgelegt) argumentieren etwa *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2255; *EBJS/Groß* BankR VII Rn 42; *Horn* Anleihen, S. 119.

105 Wie hier tendenziell *Hottenrott* Globalanleihen, S. 40; ebenfalls keine dahingehende Vermutung bei: *Baumbach/Hopt* (7) BankGesch Rn Y/3.

106 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2259; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 158. Mit Zweifeln bei der kommissionsweisen Übernahme, wegen § 396 Abs. 1 S. 2. 2. HS HGB) *De Meo* Bankenkonsortien, S. 158.

107 Hier Einrechnung in den Kaufpreis bzw. Abzug vom erzielten Preis, vgl. *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2250; *Delorme/Hoessrich* Emissionsgeschäft, S. 67f.; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 156; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 81–83; *Horn* Anleihen, S. 113f.; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.178.

108 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2260; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 58, 155; *Horn* Anleihen, S. 125; vgl. den Mustervertrag bei *Groß* BuB 10/324 (Aktienemission).

- 29 3. Rechte und Pflichten bei Emission von Anteilen.** Bei den Hauptfällen der Aktienemission gibt das AktG die Gestaltung weitgehend vor: Die **Kapitalerhöhung gegen Einlagen** wird gemäß § 189 AktG erst wirksam, wenn sämtliche Aktien innerhalb der Zeichnungsfrist gezeichnet sind, die notwendigen (Teil-) Leistungen bereits erbracht sind (mindestens $\frac{1}{4}$ bei Bareinlagen auf jede Aktie, §§ 188 Abs. 2 Satz 1, 36a Abs. 1 AktG, und dies zur freien Verfügung des Emittenten, §§ 188 Abs. 2 Satz 1, 37 Abs. 1 Satz 2 AktG) und sie ins Handelsregister eingetragen wurde (§§ 188 Abs. 2 Satz 1, 36 Abs. 2, 36a sowie 189 AktG) – was die Festübernahme durch ein Bankenkonsortium praktisch alternativlos macht.¹⁰⁹ Bei der **Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln** (§§ 207 ff. AktG) dürfen die Konsortialbanken ohnehin nicht in die bereits entstandenen Rechte der Altaktionäre eingreifen (§ 212 S. 1 AktG), so dass sie den Erwerb (ohne eigenen Zwischenenerwerb und ohne Zeichnungsnotwendigkeit) hier nur vermitteln.¹¹⁰
- 30** Dieser Ausgangspunkt beeinflusst den Zuschnitt der **Pflichten der Konsortialbanken**. Soweit der Erwerb nur vermittelt wird, scheidet eine **Platzierungspflicht** ohnehin aus, soweit Aktien (rechtmäßig) ohne Bezugsrecht angeboten werden sollen (Verwertungsaktien), gilt Vergleichbares wie bei der Anleiheemission.¹¹¹ Im Normalfall einer Kapitalerhöhung gegen (Bar-) Einlagen mit Bezugsrecht ergibt sich eine Platzierungspflicht jedoch auch *ohne* Abrede daraus, dass das Bezugsrecht geachtet und den Altaktionären demnach ein Anspruch gegen die Konsortialbanken eingeräumt werden muss.¹¹² Soweit es nicht ausgeübt wurde, haben die Konsortialbanken die Stücke immerhin zum bestmöglichen Kurs (nicht notwendig demjenigen gegenüber Altaktionären) zu verwerten.¹¹³ Eine **Zahlungspflicht** besteht nicht, soweit das Konsortium nur Vermittlertätigkeit ausübt (und selbst zu vergüten ist). Für die Zahlungspflicht bei Festübernahme (Kapitalerhöhung gegen Einlagen) sind demgegenüber Abreden verboten, die die freie Verfügungsmacht des Emittenten (§ 36 Abs. 2 AktG) beschränken.¹¹⁴ Auch aus diesem Grund sind Aktien, für die das Bezugsrecht nicht ausgeübt wurde, bestmöglich zu verwerten.¹¹⁵ Auch muss sich die Vergütung, soll § 36 Abs. 2 AktG nicht umgangen werden, im Rahmen des Angemessenen halten.¹¹⁶
- 31** Umgekehrt **schuldet der Emittent** Vergütung für die Vermittlungsdienste, und bei Festübernahme wird die **Vergütung** häufig – anders als bei der Anleiheemission – nicht als Ab-

109 Nachw. oben Fn 65. Zur Problematik beim Bookbuilding-Verfahren (mit Greenshoe) oben Rn 20.

110 *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.190; *Bosch* BuB 10/304a bis 10/305a. Vergleichbar bloße Vermittlerdienste bei der bedingten Kapitalerhöhung nach §§ 192 ff. AktG, die sukzessive erfolgen kann (§ 201 Abs. 1 AktG) und bei der die Destinatäre vorab zwingend feststehen müssen, vgl. BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 77; *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.240 bis 9.243; *Hüffer/Koch* AktG § 192.

111 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2256 (mangels Abrede Verwertung zum bestmöglichen Kurs).

112 KölnKomm/*Lutter* AktG § 186 Rn 111 (seit der 1. Aufl.); ihm folgend: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2256; heute unstr. vgl. *Hüffer/Koch* AktG § 186 Rn 44–49. Vgl. auch Begründung bei BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 78. Etwas zu allgemein für Platzierungspflicht bei Aktienemission insgesamt: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 160; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 89.

113 Begründung bei: KölnKomm/*Lutter* AktG § 186 Rn 113; ebenso: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2256; sowie *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.461 (sog. *rump placement*).

114 Etwas indirekte Rückzahlungspflichten an Altaktionäre oder Tilgungsbestimmung für Schulden bei Konsortialbanken, aber auch wenn Konsortialbanken Rechte aus den Aktien wahrnehmen oder diese durch Selbsteintritt erwerben (verdeckte Sacheinlage i.S.d. BGH-Rechtsprechung): näher BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 79.

115 BGH Urt. v. 13.4.1992 – II ZR 277/90, BGHZ 118, 83 (98); MünchKommHGB/*Singhof* Emissionsgeschäft Rn 109f.

116 BGH (Fn 115), BGHZ 118, 83 (98); ähnlich schon (kein wirtschaftliches Eigeninteresse): *Gross* AG 1991, 217 (226); heute etwa MünchHdbGesR IV/*Scholz* § 57 Rn 7f., 151; *Bruckhoff* Keine verdeckte Sacheinlage durch Beratungsleistungen bei AG, NZI 2010, 255 (255). Für die bisher höchstrichterlich nicht geklärte Frage, wie dieses Kriterium zu handhaben ist, wenn (wirtschaftlich sinnvoll) das Konsortium oder die Konsortialführerin die Aktien zum Ziel der *Kurspflege* ins eigene Portefeuille übernimmt. Vgl. dazu BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 79; *Gross* AG 1993, 113 (115f.); *Stebert* NZG 2006, 366 (368); und zur verlängerten Haltedauer der Aktien bei der Emissionsbank im Falle einer unvollständigen Platzierung: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.577.

schlag vom Preis (Agio) berechnet, sondern der genaue Absatzpreis den Entwicklungen am Kapitalmarkt überlassen und den Banken eine festgelegte Provision zugesagt (auch um dem Angemessenheitskriterium [vorige Fn] gerecht zu werden und auch jeglicher Verwässerung i.S.v. § 255 Abs. 2 AktG vorzubeugen).¹¹⁷ Auch die **Lieferpflicht** ist aktienrechtlich „überformt“, weil der Kapitalerhöhungsbeschluss erst mit Handelsregistereintrag wirksam wird und vorher auch keine Lieferpflicht angenommen werden kann.¹¹⁸

4. Weitere Pflichten (typusübergreifend). Eine Pflicht der **Konsortialbanken bzw. -führerin** zur **Börseneinführung** wird teils verabredet, häufig freilich nur „so bald wie möglich“.¹¹⁹ Es handelt sich dann i.d.R. um eine Hauptpflicht mit erheblichem zusätzlichem Organisationsaufwand (obwohl der Prospekt praktisch gleich bleibt) – weswegen ohne Abrede solch eine Pflicht auch abzulehnen ist.¹²⁰ Vergleichbares gilt für **Kurspflagemassnahmen**.¹²¹ Werden sie zugesagt, so typischerweise nur von der Konsortialführerin.¹²² Die Pflicht, Festlegungen zum Emissionspreis, -prospekt und zu Verkaufs- und Rückkaufsbeschränkungen, **allgemein Emissionsbedingungen zu achten**,¹²³ gilt zwar im Ausgangspunkt. Bei berechtigtem Anpassungsinteresse der Konsortialbank und Fehlen eines schützenswerten Gegeninteresses sind freilich Abweichungen angezeigt, jedenfalls bei Festübernahme, etwa beim Preis, weil die Bank das wirtschaftliche Risiko trägt.¹²⁴

Umgekehrt schuldet der **Emittent Ersatz von Aufwendungen**, die über die bereits vergütete Tätigkeit hinausgehen,¹²⁵ und ist er **Regressansprüchen ausgesetzt**, soweit – namentlich bei Prospekthaftungsansprüchen – der Fehler, der die Haftung der Bank(en) auslöste, im Verantwortungsbereich des Emittenten lag (namentlich Tatsacheneruierung).¹²⁶

117 Zur genannten Praxis KölnKomm/Lutter AktG § 186 Rn 107, 116; zu Einzelheiten der Provisionsbemessung: *Fredebeil* Aktienemission, S. 191–193. Zum Verwässerungsschutz *Lutter* aaO Rn 107; ihm folgend: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2259; umfangreiche Nachweise *Immenga* FS Beusch 1993, 413 (414). *Immenga* aaO 415–422 qualifiziert das Agio gar als Einlage, was dann die Pflicht zur Eintragung ins Handelsregister zur Folge hätte.

118 Ebenso, allerdings unter Berufung auf die Satzungsautonomie: KölnKomm/Lutter AktG § 185 Rn 34; anders heute wohl: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.428. *Lutter* aaO Rn 27 ff., 34 nimmt an, dass immerhin der Zeichner nicht mehr gewechselt werden dürfe.

119 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2257; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 150; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.184; so auch der Mustervertrag bei *Bosch* BuB 10/245; *Groß* BuB 10/324.

120 Anders noch *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2257.

121 Wie hier *Bosch* BuB 10/341; *Grüger* BKR 2007, 437 (439); *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 101 f.; **aA** *De Meo* Bankenkonsortien, S. 153; weitere Nachw. und ausführlichere Begründung bei *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 82.

122 Ihr wird eine gesondert ausgewiesene, ausdrücklich diesem Zweck gewidmete Quote übertragen, die demgegenüber im Verhältnis zu den anderen Konsorten nicht zweckgebunden ist: vgl. *Bosch* BuB 10/341–10/342; 10/344; *Horn* Anleihen, S. 166 f.; zu den kapitalmarktrechtlichen Schranken vgl. Rn 324–327.

123 Vgl. *De Meo* Bankenkonsortien, S. 154; *Rohr* Emissionsgeschäft, S. 306; und ausführlicher *Horn* Anleihen, S. 120–123. Allgemein zu Emissionsbedingungen *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2258; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 154; *Horn* Anleihen, S. 120–123.

124 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2258; noch weitergehend (Recht zur Abweichung schon nach Fehlschlagen eines ersten Unterbringungsversuchs): *De Meo* Bankenkonsortien, S. 154; ähnlich: *Habersack/Mülbert/Schlitt/Haag* Unternehmensfinanzierung, § 29 Rn 29.67–29.76.

125 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2260; *Ekkenga/Maas* Wertpapieremissionen, S. 253. Etwa Druckkosten, Zulassungskosten, Veröffentlichungskosten etwa bei Bezugsrechten: Vgl. Musterverträge bei *Bosch* BuB 10/245; *Groß* BuB 10/324.

126 *De Meo* Bankenkonsortien, S. 152; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.183. Zu eng wäre es, nur auf falsche Auskünfte durch den Emittenten abzustellen; so tendenziell *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2261; zur teils in diesen Fragen vereinbarten Garantiehafteung *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2261; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 151 f.; *Horn* Anleihen, S. 130; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.186 f.; so sind wohl auch die Musterverträge bei *Bosch* BuB 10/245; *Groß* BuB 10/324 zu verstehen; insgesamt näher *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 84.

II. Innenbeziehungen des Konsortiums

1. Rechtsgrundlage und Rechtsnatur des Emissionskonsortialvertrages sowie anwendbares Recht

- 34 **a) Gesellschaftsvertrag und Aufgabenteilung.** Emissionskonsortien werden nach dem Gesagten i.d.R. für die jeweilige Emission neu zusammengestellt (Rn 22, wenn auch häufig in ähnlicher Zusammensetzung), so dass es sich um eine bloße Gelegenheitsgesellschaft¹²⁷ handelt und – weil der handelsrechtliche Gewerbebegriff Dauerhaftigkeit voraussetzt –¹²⁸ um eine **BGB-Gesellschaft**.¹²⁹ Dabei besteht der **gemeinsame Zweck** in der festen Übernahme des Risikos bzw. zumindest der Platzierung der **gesamten Emission**, ggf. auch Börseneinführung,¹³⁰ **nicht hingegen in gemeinsamer Gewinnerzielung** aus den Verkäufen (hier gilt quotale Aufteilung!).¹³¹ Streitig ist, ob die Abwicklung mit erfasst ist¹³² – und ggf. Kurspflegemaßnahmen.¹³³ Diese Abgrenzung entscheidet über die Frage nach der Auflösung/Abwicklung durch Zweckerreichung (unten 5. [Rn 48]), vor allem jedoch über die Geschäftsführungs- und Vermögenszuständigkeit (unten 2. [Rn 37 ff.], 3. [Rn 39 ff.] und 4. [Rn 44 ff.]). Abgeschlossen wird der Vertrag i.d.R., indem die Konsortialführerin, nachdem sie mit dem Emittenten den Übernahmevertrag verhandelt hat, individuell zum Beitritt einlädt.¹³⁴
- 35 Dass dennoch **§§ 705 ff. BGB durch Klauselrecht weitgehend abbedungen** ist, ist unstrittig.¹³⁵ Man spricht – im Anschluss an *Westermann* – von **Typendehnung**,¹³⁶ teils wird gar statt

127 RG Urt. v. 12.2.1908 – I 212/07, RGZ 67, 394 (395); *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2248; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 48; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 25; *Immenga* Emissionskonsortien, S. 10; *Koch* Bank-Archiv 1921/22, 237 (238 f.); *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (118); *Westermann* AG 1967, 285 (285); zweifelnd *Assmann* ZHR 152 (1988), 371 (375 Fn 14). Dauerkonsortien werden i.d.R. als Kapitalgesellschaften organisiert.

128 MünchKommBGB /*Schäfer* BGB Vor § 705 Rn 52; und speziell zum Emissionskonsortium: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 45–48; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 25; *Koch* Bank-Archiv 1921/1922, 237 (238 f.).

129 RG (Fn 127), RGZ 67, 394 (395); BGH (Fn 115), BGHZ 118, 83 (99); *Bosch* BuB 10/321a bis 10/322a; *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2248; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 34–44; *Immenga* Emissionskonsortien, S. 10; *Kohls* Informationshaftung, S. 5; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.121; MünchKommBGB /*Schäfer* BGB Vor § 705 Rn 55; *Scholz* Konsortialgeschäft, S. 5–8; *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (118); *Westermann* AG 1967, 285 (285) et passim. Zu den (teils abweichenden) Auffassungen im Ausland (Schweiz, Frankreich, Großbritannien, USA) vgl. die Nachweise bei *Hopt*, Verantwortlichkeit, S. 25 Rn 64; zu den IPMA-Vertragsmustern, die Gesellschaft ausschließen: *Bosch* BuB 10/35–10/37; zweifelnd selbst für das deutsche Recht: *Hottenrott* Globalanleihen, S. 75–81; zur vergleichbaren Lage bei Kreditkonsortien vgl. *Estevan de Quesada/Renner* ERCL 2017, 164 (178).

130 *Bosch* BuB 10/33; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 37 f. (auch für Börseneinführung); *Westermann* AG 1967, 285 (287, 288); für Börseneinführung auch *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2322.

131 *Westermann* AG 1967, 285 (288); *Groß* BuB 10/308g.

132 So vor allem *Westermann* AG 1967, 285 (288 f.); sowie *Delorme/Hoessrich* Emissionsgeschäft, S. 20 f.; wohl auch *De Meo* Bankenkonsortien, S. 57; dagegen *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2323 (außer bei der Aktienemission).

133 *Lenenbach* Kapitalmarktrecht (Fn 94), Rn 10.36; wohl dagegen: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2223 f.; widersprüchlich *De Meo* Bankenkonsortien, S. 38 einerseits und 58 f. andererseits.

134 Dennoch Abschluss eines Gesellschaftsvertrages: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 35; *Scholz* Konsortialgeschäft, S. 8; *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (119). Heute für das Zustandekommen des Konsortialvertrages auf der Basis von Kautelarrecht: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.214 f.; vgl. auch *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.298; aA *Bosch* BuB 10/40 (iZw gar kein Gesellschaftsvertrag bei Einzelverträgen der Konsortialführerin mit Konsorten); näher (auch zum Fehlen einer Pflicht, bestimmte Konsorten solchermaßen einzuladen, auch wenn Konsortium schon häufiger eine bestimmte Zusammensetzung hatte): *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 93.

135 Vgl. *Koch* Bank-Archiv 1921/22, 237 (241) und *Westermann* AG 1967, 285 (285); seitdem etwa: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 2; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 159; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 26 f.; *Immenga* Emissionskonsortien, S. 10; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.123; *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (118 f.).

136 *Westermann* AG 1967, 285 (285); heute etwa: *Bosch* BuB 10/321h und 10/321i; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 2; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 159; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 26 f.; *Immenga* Emissionskonsortien, S. 10; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.124.

des Rekurses auf §§ 705 ff. BGB für eine ergänzende Vertragsauslegung plädiert.¹³⁷ §§ 705 ff. BGB sind jedoch teils zwingend, und die Einbeziehung der Abwicklung in den gemeinsamen Zweck ist etwa mit den nach hM zwingenden §§ 709 und 719 Abs. 1 I. HS 1. Alt. BGB unvereinbar, wenn denn die Entscheidungen für den Absatz der Quote jede Konsortialbank autonom soll treffen können¹³⁸ (so einhellig die Praxis). Die (noch immer) hM bildet demnach einen deutschen Sonderweg, der im internationalen Konsortialgeschäft nicht dem praktizierten Recht entspricht, der Praxis zuwiderläuft und nicht einmal in Deutschland dogmatisch schlüssig mit dem zwingenden Rahmen in Einklang zu bringen ist. Soweit weder Mittel noch Erfolg vergesellschaftet sind, fällt der entsprechende Bereich mit den in ihm begründeten Rechten und Pflichten aus dem Gesellschaftsvertrag heraus.¹³⁹ Überzeugender ist es daher – mit der älteren Auffassung und der weit überwiegenden Auffassung im Ausland –¹⁴⁰ von einem Geflecht von **BGB-Gesellschaft (für das gemeinsam übernommene Risiko) und Kaufverträgen (für die Quote)** auszugehen, also von **Typenmischung**. Im Bereich der getrennten Geschäftsführung besteht dann auch keine Haftung für Fehlverhalten anderer. Zu unterscheiden sind daher **drei Bereiche**, in denen (i) die Konsortialführerin noch gänzlich selbstständig handelt bzw. eine Spezialaufgabe allein übernimmt, (ii) in denen eine gemeinsame Verantwortung besteht, auch wenn teils die Konsortialführerin für das Konsortium handelt, und (iii) der ganz in die Verantwortung der einzelnen Konsortialbank fällt (unten 2. [Rn 37 f], 3. [Rn 39 ff.] und 4. [Rn 44 ff.]).

b) Anwendbares Recht und internationale Klauselwerke. Das anwendbare Recht bestimmt sich nach **Grundsätzen des internationalen Schuldrechts, nicht des Gesellschaftsrechts**.¹⁴¹ Es ist auch hier mangels Einheitlichkeit keine *lex mercatoria* entstanden, deren Rechtsnatur zu bestimmen wäre¹⁴² – was nicht ausschließt, dass die verwandten Klauselwerke

¹³⁷ Speziell für das Recht der BGB-Gesellschaft bzw. das Personengesellschaftsrecht: BGH Urt. v. 24.9.1984 – II ZR 256/83, NJW 1985, 192 (193); BGH Urt. v. 5.6.1989 – II ZR 227/88, JZ 1989, 956 (957); *Grunewald* Gesellschaftsrecht, § 1 III 5. Rn 32.

¹³⁸ Ausführlicher *Grundmann* FS Boujong 1996, 159 (166–169); BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 91 f.; heute ebenso (aus kollisionsrechtlicher Perspektive) *Renner* Treupflichten bei grenzüberschreitenden Konsortialkrediten, ZBB 2018, 278.

¹³⁹ Ausführlich: *Grundmann* FS Boujong 1996, 159 (162–173); jedenfalls i.Erg. i.d.R. vergleichbar *Singhoff* Außenhaftung S. 234–241 (Konsorten erwerben Effekten – hier Aktien – direkt nach § 328 BGB).

¹⁴⁰ Vgl. im Einzelnen ROHG 1917, 197 (201); *Sydow* ZHR 19 (1874), 427 (436–442, auch 448–462) (anders nur, wenn die Konsortialführung auch die Platzierung für die Konsorten durchführt und diese sich das Risiko teilen); für entsprechende Stimmen im Ausland vgl. *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 25 Rn 64. Für das dahingehende (weit überwiegende) internationale Klauselrecht unten Rn 35. Vgl. auch (den gemeinsamen Zweck akkurat analysierend): RG Urt. v. 22.11.1929 – II 73/29, JW 1930, 2655 (2655) („dabei muss der Wille dahin gehen, dass die Ergebnisse des Zusammenschlusses allen Gesellschaftern ... zugute kommen sollen.“); *Schulze-Osterloh* Der gemeinsame Zweck der Personengesellschaft, 1973, S. 22–29; heute ebenso (wiederum aus kollisionsrechtlicher Perspektive) *Renner* ZBB 2018, 278.

¹⁴¹ So die lange unbestrittene Grundannahme: *Goltz* Roll-Over-Eurokredite, S. 146 f.; *Horn* Anleihen, S. 146, 484 (implizit); *Stockmayer* Die Sicherung von Darlehen für Rohstoffprojekte in Entwicklungsländern, 1980, S. 104; und dann wieder: *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 174–177; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 117 f.; *Schücking* WM 1996, 281 (285–289); heute in den Standardkommentierungen ebenfalls wohl hM, etwa MünchKommBGB/*Martiny* Art. 4 Rom-I-VO Rn 219 (jedenfalls Rechtswahrscheinlichkeit).

¹⁴² So selbst Autoren, die dieser Lehre ziemlich uneingeschränkt anhängen: *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 174–177; *Horn* Anleihen, S. 175 ff., besonders 176; auch *Schmitthoff* Jura 84, 393 (398 ff.) spricht nur vage von einem „internationalen Finanzinstrument“, ohne die Frage nach Existenz von autonomen Welthandelsrecht in diesem Bereich zu stellen; mangelnde Verfestigung: *Horn/Schmitthoff/Slater* Transnational Law, S. 329 (346–351); auf den mangelnden Rechtsgeltungswillen stellt *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 197 f. ab. Uneinheitlich sind die Klauselwerke vor allem deswegen, weil sie sich jeweils an eine oder wenige nationale Rechtsordnungen eng anlehnen: *Horn* Anleihen, S. 142–145; und auch: *Hinsch/Horn* aaO S. 11 f.; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 818–820; sowie *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 25 f.

(vgl. unten) möglichst einheitsfördernd, international auszulegen sind.¹⁴³ Es ist nicht etwa zwingend das Sitzrecht der Konsortialführerin anzuwenden,¹⁴⁴ selbst wenn das Konsortium nach außen auftritt.¹⁴⁵ Denn das Interesse daran, dass ein nach außen erkennbares einheitliches Recht zwingend angewandt wird, besteht im Falle eines Konsortiums nicht¹⁴⁶ – unabhängig davon, dass die Sitztheorie im Binnenmarkt ohnehin weitestgehend überformt ist: Das Konsortium wird vielmehr für eine bestimmte Emission geformt, im Zusammenspiel mit dem Emittenten und dies auch zwischen unternehmerischen Akteuren, so dass kein internationalprivatrechtlich geschütztes Interesse für zwingende Anknüpfung spricht.¹⁴⁷ Die regelmäßig zu findende **Rechtswahlklausel** ist daher wirksam, soweit die Emission (Konsortium oder Platzierungsmärkte bzw. Emittent) ein signifikantes Auslandselement aufweist (Art. 3 Rom-I-VO),¹⁴⁸ mangels einer solchen gilt das **Recht der Konsortialführerin**.¹⁴⁹ Dieses Recht regelt zwar nicht die Beziehung zu Emittenten oder Anlegern (oben Rn 24 bzw. unten Rn 54 ff.), wohl aber die Fragen der Risikoverteilung und des Regresses im Konsortium.¹⁵⁰ Auf der Grundlage der weltweiten Rechtswahlfreiheit ist in Anlehnung an einige Leitrechtsordnungen **umfangreiches internationales Klauselrecht** entstanden, in dem vor allem die Trennung der Quoten und Verantwortlichkeit allein für

143 Vgl. Nachw. oben Rn 24.

144 So hingegen *König* Syndicated Loan Agreements, S. 33 ff.; MünchKommBGB/*Kindler* IntGesR Rn 290 f. (allerdings zu Unrecht unter Berufung auf BGH (Fn 115), BGHZ 118, 83 [199]); ebenso *Rayermann* Konsortialvertrag, S. 46–49. Eine Außengesellschaft nimmt *König* allerdings nur beim bloßen Best Effort, nicht beim Firm Commitment an: *König* aaO S. 35–49, 49–51; **aA** *Kindler* aaO Rn 291 (Ausnahme nur bei Innengesellschaften und Auftreten allein der Konsortialführerin nach außen).

145 *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 185; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 25 („Außengesellschaft“ „infolge der Beziehungen ... zum Emittenten“); *Immenga* Emissionskonsortien, S. 10 („Außengesellschaft“ „durch die Beziehung zum Emittenten“); unentschieden, zunehmend **aA** MünchKommBGB/*Ulmer* BGB Vor § 705 Rn 54 (5. Aufl., 2009: „Platzierung Sache der einzelnen Konsorten“, insofern also keine Außenwirkung, klar jetzt jedoch die Kommentierung von *Ulmer/Schäfer* in der aktuellen Auflage, Rn 54: reine Innengesellschaft); zweifelnd schon früh: *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 175 f. Im Ergebnis befürworten die zuletzt Genannten – wie hier – Rechtswahlfreiheit und eine Anknüpfung nach der Rom-I-VO.

146 *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 185; dass die Rechtswahlmöglichkeit dort entfallen soll, wo sie Dritte belastet, stellt einen allgemeineren Grundsatz des IPR dar; etwa für das Schuldrecht: *Grundmann* RabelsZ 54 (1990), 283 (298 f.); v. *Hoffmann* RabelsZ 38 (1974), 396 (398 Rn 6); näher, auch zum Vergleich mit der Binnenmarktentwicklung BankR-Hdb/*Grundmann* § 112 Rn 110.

147 *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 185 f.; so wird zudem internationale Entscheidungseinheit mit dem angloamerikanischen Rechtsraum ermöglicht, wo die Rechtswahl im internationalen Gesellschaftsrecht zugelassen ist. Dies ist wichtiger als die umgekehrt von *König* (Syndicated Loan Agreements, S. 28 f.) hervorgehobene Gleichheit seines Anknüpfungsvorschlages mit der hM in Frankreich und Luxemburg, für die ja heute beide jeweils ohnehin die binnenmarktorientierte Rechtswahlfreiheit gilt und in Frankreich zusätzlich inzwischen weitgehende Rechtswahlfreiheit allgemein (vgl. *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn 796 f.); zur Frage der Rechtswahlmöglichkeit bei Kreditkonsortien vgl. *Estevean de Quesada/Renner* ERCL 2017, 164 (181 ff.): Dort kein Ausschluss der Rechtswahl nach Art. 1 Abs. 2 lit. f) Rom I-VO (Gesellschaftsrecht) aufgrund eines (nach autonom europarechtlicher Auslegung) weiten Verständnisses vertraglicher Angelegenheiten i.S.d. Rom I-VO.

148 *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 113; *Horn* Anleihen, S. 146; *König* Syndicated Loan Agreements, S. 26 (jeweils mit Beispielen); *Schmitthoff* Jura 84, 393 (399) (eher Rechtswahlklauseln als Schiedsklauseln); vgl. jedoch auch *Kahn* FS Schmitthoff 1973, 215 (225 f., 236 f.) (eher Schiedsklauseln), zu diesen Auslandselementen etwa *Böse* Anleihen, S. 11–14; *Görtz* Auswärtige Anleihen, 1926, S. 15; *Niederer* FS Grossmann 1949, 274 (275); *Schmid* Kollisionsrechtliche Probleme, S. 79; MünchKommBGB/*Martiny* Art. 3 Rom-I-VO Rn 93 (selbst Anlehnung an Verträge mit internationalen Elementen, etwa in der Emission).

149 MünchKommBGB/*Martiny* Art. 4 Rom-I-VO Rn 219; und schon bisher: *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 186; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 117 f.; *Horn* Anleihen, S. 484; vergleichbar für das Kreditkonsortium *Goltz* Roll-Over-Eurokredite, S. 42 f., 147; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 117; *Horn* Anleihen, S. 484; *König* Syndicated Loan Agreements, S. 75–82; MünchKommBGB/*Kindler* IntGesR Rn 292–296.

150 Ebenso wohl: *Goltz* Roll-Over-Eurokredite, S. 150 f.; *Horn* Anleihen, S. 168–170, 175 f.

sie (ohne gesamtschuldnerische Haftung) stark hervorgehoben,¹⁵¹ zugleich Embargovorschriften mit einer strikten Sharing-of-Payments Klausel begegnet wird.¹⁵²

2. Spezialaufgaben der Konsortialführung. Zur Durchführung einiger weniger Aufgaben **37** verpflichtet sich die Konsortialführung allein für sich selbst. Sie sind folglich **nicht Teil des gesellschaftsrechtlichen Regimes**, auch nicht der Kompetenzen und Haftung. Streitig ist freilich, welche dies sind. Allein die Konsortialführerin **berät und handelt den Übernahmevertrag aus** (oben Rn 34), das wird auch durch eine gesonderte Führungsprovision abgegolten¹⁵³ – woraus praktisch einhellig geschlossen wird, dass die Konsortialbanken für Fehlverhalten in dieser Phase nicht haften.¹⁵⁴ Die hM geht von solch einer Verpflichtung allein der Konsortialführerin zu dem auch im Hinblick auf einige **Spezialaufgaben** aus: namentlich bei der Abrede von Sicherungstreuhandschaften u.ä.,¹⁵⁵ bei Kurspflegemaßnahmen (und der hierfür nötigen Mittel),¹⁵⁶ während die Verpflichtung zur Börseneinführung (die nach § 7 BörsZulVO ungeteilt zu erfolgen hat) als gemeinschaftliche Aufgabe (unten 3. [Rn 39 ff.]) gesehen wird.¹⁵⁷

Abzugrenzen sind hiervon diejenigen Aufgaben, die die Konsortialführerin **für das Kon-** **sortium** durchführt (sachlich bereits Teil des gesellschaftsrechtlich verfassten Bereichs, nächste Rn). Die Problematik bei Handeln der Konsortialführerin ist, dass sie in allen drei Bereichen – als Entscheidungsträgerin für sich selbst, aber auch für alle anderen oder (je) einen anderen – eingesetzt werden kann (vgl. daher 3. [Rn 39 ff.] und 4. [Rn 44 ff.]).¹⁵⁸

151 Auch international seit Langem völlig üblich: *Gerner-Beuerle* Haftung von Emmissionskonsortien, S. 463–465; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 28; *Horn* Anleihen, S. 160 f., 184 f.; *König* Syndicated Loan Agreements, S. 37 f.; *Schmitthoff* Jura 84, 393 (399); *Horn/Schmitthoff/Slater* Transnational Law, S. 329, 337. Bloß quotale Haftung auch für gemeinschaftliche Akte: *Goltz* Roll-Over-Eurokredite, S. 147; *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 172; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.217 f.; ebenso zu Kreditkonsortien *Estevan de Quesada/Renner* ERCL 2017, 164 (177).

152 Hierzu *Hinsch/Horn* Konsortialkredite, S. 167–170 (mit Beispiel); *König* Syndicated Loan Agreements, S. 41–43; *Schmitthoff* Jura 84, 393 (399 f.); *Horn/Schmitthoff/Slater* Transnational Law, S. 329, 337; *Wood* Law and Practice of International Finance, International Loans, Bonds, *Guarantees*, Legal Opinions bzw. Comparative Law of Security Interests and Title Finance (und weitere 5 Bde.), 2. Aufl., 2007, S. 132–136, 196. Für weitere Klauseln vgl. näher *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 112; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.217–15.224; *Wood* aaO S. 65–119, 143–158, 218–244, 313–333; *Horn/Schmitthoff/Slater/Wood* Transnational Law, S. 329 (334–340); die Klauseln sind vom Gegenstand der Emission abhängig, Überblick bei: *Bosch* BuB 10/93–10/101.

153 *De Meo* Bankenkonsortien, S. 83; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 403–406.

154 Praktisch einhellige Lehre: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2266 (mit gewissen Zweifeln, weil sonst Vertragsschluss mit Drittem klassischer Fall der Geschäftsführung); *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 29; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.220 f.; und ausführlich: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 319–323 (mit Ausnahme der [Sonder-]Fälle, in denen ein auch rechtlich bereits vorher konstituiertes Konsortium der Konsortialführerin ein Verhandlungsmandat gegeben hat). Konsequenz zu erklären ist diese einhellige Meinung also nur vom hier vertretenen Grundansatz her.

155 Vgl. teils mit Hinweis auf die gesonderte (Sicherheiten-)Treuhandergebühr: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 152; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 29; *Horn* Anleihen, S. 413; vergleichbar für die Gläubigerorganisation *De Meo* Bankenkonsortien, S. 152; (wieder mit Hinweis auf gesonderte Gebühr).

156 Zur hM vgl. bereits Nachw oben Fn 120; so auch die gängigen Muster, etwa bei *Bosch* BuB 10/253a, 253b; dennoch für eine diesbezügliche Pflicht auch der einzelnen Konsorten: *Bosch* BuB 10/341; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 58 f. (inkonsequent, da auch hier extra Vergütung erfolgt). Für fehlende Haftung der Konsortialbanken in den Bereichen, die allein der Konsortialführung zugewiesen sind: *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 29 (für das Wirken als Anleihetreuhänder) sowie *Schücking* Emmissionskonsortien, Rn 68 ff.; für die Kurspflege **aA**, allerdings unter der Annahme, auch die Konsorten hätten an ihr mitzuwirken: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 322 f. Insoweit hat sich an der Rechtslage auch nicht durch die Entscheidung BGH (Fn 115), BGHZ 118, 83 geändert, vgl. *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (116).

157 Ebenso (Teil des Gesellschaftszwecks!) auch: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 58. Zum Haftungsregime dann unten Rn 47.

158 Soweit die Geschäftsführung gesellschaftlicher Art ist (unten 3.), sieht dies § 710 BGB ausdrücklich vor, für die unabhängige Geschäftsführung auf eigene Rechnung (hier 2.) ist dies selbstverständlich, aber auch für die Verwaltung im Rahmen einer Rechtsgemeinschaft (Bruchteileigentum, unten 4.) lässt dies die höchstrichterliche

3. Gesellschaftsrechtlich verfasster Bereich

- 39 a) Vom Konsortium gemeinsam zu erfüllende Funktionen.** Gemeinsam zu erfüllende Funktionen können nach dem eben Gesagten **für das Konsortium von der Konsortialführerin durchzuführen** sein (zu den gemeinsam durchzuführenden Tätigkeiten dann nächste Rn). Dies gilt namentlich für diejenigen Tätigkeiten, die die Konsortialführerin bei der Zuteilung und Abwicklung übernimmt, namentlich die Anforderung, Entgegennahme und Verteilung der Stücke,¹⁵⁹ die Einsammlung und Weiterleitung der Beiträge,¹⁶⁰ die Neuaufteilung von Quoten bei Ausfall einer Konsortialbank, aber auch allgemeiner die gebündelte Korrespondenz mit dem Kunden sowie nach hM die Tätigkeiten zur Börseneinführung.¹⁶¹ In diesen Fällen (Einzelgeschäftsführungs- und -vertretungsmacht nach § 710 BGB) handelt es sich durchaus um einen gesellschaftsrechtlich verfassten Bereich – weswegen die Konsortialbanken zwar ein Auskunftsrecht nach §§ 716 und 713 i.V.m. § 666 BGB haben, ein Weisungsrecht jedoch nur durch gemeinsamen Gesellschafterbeschluss (§§ 713 i.V.m. 665 BGB).¹⁶²
- 40 Hauptfunktion** des Konsortiums ist die **gemeinschaftliche Übernahme** des Risikos und/oder der Platzierung (mit entsprechender Bezahlung),¹⁶³ die sich die Konsorten nach üblicher Praxis auch gegenseitig versprechen und die auch ohne Abrede Inhalt des gemeinsamen Zwecks ist¹⁶⁴ (gemeinsames Interesse, weil Erfolg veröffentlicht im sog. Tombstone Advertisement).¹⁶⁵ Weiterer Inhalt ist die Übernahme einer Ausfallhaftung für die nicht abgesetzten Quoten (§ 735 S. 2 BGB) – wiederum, weil die Beschränkung auf quotale Haftung prägend im Konsortialgeschäft ist, nur quotale,¹⁶⁶ aber m.E. auch im Außenverhältnis gegenüber dem Emittenten.¹⁶⁷
- 41 Weitere Funktionen** betreffen: die **Platzierungspflicht**, die dem Emittenten gegenüber beim Best Effort Underwriting besteht, beim Firm Commitment nur, wenn ausdrücklich verabredet (Rn 18) und in diesem Umfang wohl auch den Konsorten gegenüber, weil der Erfolg verbürgt werden soll;¹⁶⁸ die **Börseneinführung**, die i.d.R., wenn sie vereinbart wird, als Pflicht aller Konsortialbanken gefasst wird (aus rechtlichen Gründen nur ungeteilt möglich, vgl. § 7 BörsZulVO), sowie die **Kurspflege**, die i.d.R. als Pflicht allein der Konsortialführerin vereinbart wird.¹⁶⁹
- 42 b) Entscheidungs- und Vertretungsrechte.** Entscheidungs- und Vertretungsrechte, die in den gemeinsamen Bereich fallen, sind zwar, soweit sie **prozeduraler Art sind, der Konsortial-**

Rechtsprechung zu: BGH Urt. v. 16.3.1961 – II ZR 190/59, BGHZ 34, 367; BGH Urt. v. 12.7.1982 – II ZR 130/81, NJW 1983, 449 (450).

159 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2310; *Horn* Anleihen, S. 158 f.

160 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2310.

161 Für Ersteres *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.304 sowie in der Neuauflage allgemein zur Rolle der *lead manager*: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.220. Für Zweiteres: *Bosch* BuB 10/48; *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2310; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 163; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 18, 629.

162 *MünchKommBGB/Schäfer* BGB § 713 Rn 7; speziell für das Emissionskonsortium: *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 27; *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.302.

163 Schon wegen der Ausfallhaftung (unten), vgl. *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2306; *Delorme/Hoessrich* Emissionsgeschäft, S. 16; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 20.

164 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2305; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 56; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.121, 15.327. Vgl. das Muster bei *Bosch* BuB 10/245,

165 *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.120.

166 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2305. Vgl. jedoch die gegenläufige höchstrichterliche Rechtsprechung unten Rn 43.

167 *Gross* AG 1993, 108 (117); *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.312; **aA** (nur im Innenverhältnis) wohl *De Meo* Bankenkonsortien, S. 57 (aus §§ 713, 670, 259, nicht § 735 BGB); eine Pflicht bejahend, aber nicht deutlich zwischen Innen- und Außenverhältnis unterscheidend: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2305; *MünchKommBGB/Schäfer* BGB Vor § 705 Rn 55; *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 21.

168 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2308; eine explizite vertragliche Vereinbarung fordert *Bosch* BuB 10/44.

169 Vgl. Nachw. oben Fn 155 f.

führerin zugeordnet (oben Rn 39). Fragen der Änderung des Konsortialvertrages sind hingegen **vom Konsortium insgesamt zu entscheiden**,¹⁷⁰ desgleichen Fragen, die den Übernahmevertrag als Ganzes betreffen und über das bloß Prozedurale hinausgehen¹⁷¹ – und zwar in beiden Fällen nach dem Einstimmigkeitsprinzip, wenn nichts anderes vereinbart wurde,¹⁷² und in Vertragsänderungsfragen auch unter Achtung des Bestimmtheitsgrundsatzes.¹⁷³ Streitig ist, ob gleiches für die vorzeitige Zweckbeendigung oder -erreicherung gilt, namentlich die Kündigung.¹⁷⁴ Sie kann zwar formal als Änderung des Vertrages gesehen werden, teleologisch sprechen jedoch die besseren Gründe gegen eine Geltung jedenfalls des Bestimmtheitsgrundsatzes.¹⁷⁵

c) Rückwirkungen in Haftungsfragen. Für Fehlverhalten der Konsortialführung bei 43 Verfolgung des gemeinsamen Zwecks oder Handeln im Auftrag des Konsortiums **haften die Konsorten** aus Vertrag (die Beratung und Verhandlung ist nach hM nicht „gemeinsamer Zweck“).¹⁷⁶ Aus **Prospekthaftung haften sie selbst** dem Anleger gegenüber (weil sie i.d.R. als Zeichner auftreten) und dies gesamtschuldnerisch.¹⁷⁷ Bereits den Bereich ihrer autonomen Geschäftsführung betrifft hingegen die bereicherungsrechtliche Haftung für Überzahlungen, die jeden Konsorten (und nur ihn) für **Überzahlungen auf seine Quote** trifft.¹⁷⁸ In den beiden erstgenannten Fällen können die Konsorten Innenregress nehmen,¹⁷⁹ dies gilt auch für den Fall der

170 *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 164.

171 Vgl. die Formulierung etwa im Mustervertrag bei *Bosch* BuB 10/253a, 10/253b; und auch entsprechend zur Bevollmächtigung: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.219. Diese Praxis wird im Wege der ergänzenden Vertragsauslegung auch dann einmal zum Tragen kommen, wenn es an solch einer Klausel fehlen sollte, die Verteilung der Befugnisse ansonsten jedoch dem Standard entspricht. So für den Rücktritt auf Grund einer Krisenklausel: *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 53.

172 Für Vertragsänderungen die noch ganz hM: BGH Urt. v. 12.11.1952 – II ZR 260/51, BGHZ 8, 35 (41 f.); BGH Urt. v. 10.5.1976 – II ZR 180/74, BB 1976, 948 (948); Meinungsstand bei *MünchKommBGB/Schäfer* BGB § 709 Rn 84–99 (mit Kritik) und monographisch: *Göbel* Mehrheitsentscheidungen in Personengesellschaften – Bestimmtheitsgrundsatz, materielle Beschlusskontrolle und Kernbereich der Mitgliedschaft, 1992; Grundsatzkritik mit Überlegungen zum effizientesten Zuschnitt des Umfelds für die Vertragsgestaltung: *Klöhn* Minderheitenschutz im Personengesellschaftsrecht – Rechtsökonomische Grundlagen und Perspektiven, AcP 216 (2016), 281 – für die Fälle, die beim Emissionskonsortium zentral sind, mit dem Folgenden iErg übereinstimmend. Für die gemeinsamen Geschäftsführungsakte Nachw. vorige Fn.

173 Vgl. Nachw. vorige Fn für Vertragsänderungen.

174 Als Vertragsänderung qualifiziert etwa von *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2313–2315; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 119 (für den Rücktritt auf Grund einer Krisenklausel).

175 Etwa *Hueck* Das Recht der offenen Handelsgesellschaft, 4. Aufl., 1971, S. 178; *Kübler/Assmann* Gesellschaftsrecht – die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen, 6. Aufl., 2006, S. 76 f.; vgl. auch BGH (Fn 172), BB 1976, 948 (949); auch *MünchKommBGB/Schäfer* BGB § 709 Rn 48 (Hinweis auf die stark kapitalistische Ausgestaltung von Konsortien); ausführlicher zu den Argumenten *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 102.

176 Ausführlich für das organschaftliche Handeln: *De Meo* Bankenkonsortien, S. 313–325 (etwa für die Börseneinführung vgl. S. 322); damit kann er sich auf die höchstrichterliche Rechtsprechung zu anderen Ausprägungen der BGB-Gesellschaft stützen, vgl. BGH Urt. v. 6.7.1971 – VI ZR 94/69, BGHZ 56, 355 (361–363); BGH Urt. v. 25.3.1986 – VI ZR 90/85, NJW 1986, 2364 (2365); *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 182; *MünchKommBGB/Schäfer* BGB § 714 Rn 47; vgl. auch *Bosch* BuB 10/321f; zu pauschal daher die Ablehnung jeglicher Haftung der Konsorten für die Konsortialführung bei *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.326 (4. Aufl., 5. Aufl. weggelassen) und auch bei *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2266. Sammelt die Konsortialführung im Auftrag der Konsorten Beträge und leitet sie weiter, so handelt sie unzweifelhaft als deren Erfüllungsgehilfe i.S.v. § 278 BGB, allerdings nur für jeden Konsorten für seine Quote, ebenso *De Meo* Bankenkonsortien, S. 324 f.

177 Näher zur Haftung für die bloße Benennung als Prospektverantwortlicher unten Rn 217.

178 Unabhängig davon, wann sie erfolgte – dies konsequent aus der hier vertretenen Sicht einer durchgehenden Quotentrennung, hingegen inkonsequent (aber einhellig so vertreten) aus der Sicht der hM: vgl. ausführlich *De Meo* Bankenkonsortien, S. 331–337. Zweifel werfen bei dieser Konstruktion freilich BGH Urt. v. 27.4.1961 – VII ZR 4/60, NJW 1961, 1461; BGH Urt. v. 20.9.1962 – VII ZR 90/61, WM 1962, 1174 auf.

179 Unstreitig. Zu weiteren Regressfragen, etwa derjenigen, ob die Konsortialführung den Konsortialbanken eine (anfängliche oder laufende) Kontrolle der Bonität der Emittentin schuldet: *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 60 f.

Prospekthaftung, weil die Prospektbegleitung trotz Mitzeichnung seitens der Konsorten (aus Prestige Gründen) in den Verantwortungsbereich der Konsortialführung fällt (mit eigener Führungsprovision hierfür).¹⁸⁰

4. Bereiche autonomer Geschäftsführung und Vermögenszuständigkeit.

44 a) Entscheidungsbefugnisse und Vermögensverhältnisse im Hinblick auf die Quote.

Nach hier vertretener Meinung steht die **zugeteilte Quote** vom Lieferzeitpunkt an **im Alleineigentum der jeweiligen Konsortialbank** – entsprechend der einhelligen Klauselpraxis.¹⁸¹ Für die Zeit nach Zuteilung durch die Konsortialführerin entspricht dies im Grundsatz der hM.¹⁸² Davor besteht m.E. bereits Bruchteileigentum – mit Alleinentscheidungsbefugnis der jeweiligen Konsortialbank.¹⁸³ Diese Meinung gibt der Konsortialbank, die allein das Risiko trägt, auch das alleinige Entscheidungsrecht im Hinblick auf die Einziehung von Geldbeträgen, die Weiterveräußerung, aber auch auf die Durchsetzung des (Sozial-)Anspruches jedes Konsorten, auch die anderen Konsorten zur Durchführung anzuhalten – was nach der hM nicht möglich wäre. Im Einzelnen:

- 45 Zentral ist die Frage nach der **Rechtsstellung an der Quote**: Nach hM steht der Anspruch auf Effekten im Gesamthands-, noch nicht Bruchteileigentum,¹⁸⁴ desgleichen Zahlungseingänge vor Verteilung der Quote.¹⁸⁵ Der Konsorte, der bereits gezahlt hat, müsste also auf Durchsetzung durch die Konsortialführung vertrauen.¹⁸⁶ Vor allem jedoch kann nach Lieferung ein Alleinentscheidungsrecht des Konsorten, der zu dieser Zeit durchaus bereits verfügen können soll, rechtlich wirksam konstruiert werden, weil es gegen die (nach hM zwingenden) § 719 Abs. 1 Hs. 1 Alt. 1 BGB verstieße.¹⁸⁷ Es müsste mit Unterermächtigung (und Durchgangserwerb) gearbeitet wer-

180 *Frohne* Prospektpflicht, S. 68; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 57 sowie (mit gegenteiliger Lösung, wenn die Konsorten – wie in Deutschland nicht unüblich – selbst eine Prospektprovision erhalten) S. 59 f.; *Rohr* Emissionsrecht, S. 229; auch *Schwarck/Zimmer/Schwarck* §§ 44, 45 BörsG Rn 10 (4. Aufl.), inzwischen §§ 9 ff. WpPG (5. Aufl., *Heidelbach*). Dieses Verständnis der Börseneinführungsprovision anzweifeln: *Bosch* BuB 10/150.

181 *Bosch* BuB 10/51; *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/R. Müller* Rn 15.122.

182 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2316; *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.299–9.301; *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (118); *Westermann* AG 1967, 285 (186 f.). Auch ohne ausdrückliche Abrede: *Canaris* aaO. Ausführlich auch zur Entwicklung der Dogmatik, gerade auch für die Phase vor Zuteilung: *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 97, 108.

183 Jedenfalls wird Gesamthands- und auch Bruchteileigentum in der Praxis vertraglich abbedungen: *Bosch* BuB 10/51; wie hier daher *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 12 f.; *Westermann* AG 1967, 285 (289 f.).

Alleingeschäftsführungsbefugnis nimmt man auch herkömmlich einhellig an, qualifiziert sie aber häufig als eine nach Tätigkeitsbereichen aufgespaltene Geschäftsführungsbefugnis nach § 710 BGB: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2311; *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.301. Von diesem Ausgangspunkt her ist allerdings kaum zu erklären, warum – und dies ist angesichts der quotalen Aufteilung des Risikos in der Tat die einzig sinnvolle Lösung – den anderen Konsorten *kein* gemeinsames Weisungsrecht (mittels Gesellschafterbeschluss) zustehen soll. Auch alleiniges Recht auf die Gewinne bzw. Verlusttragungspflicht ist anerkannt: *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2307. Zu weiteren Folgen (etwa für Unterbeteiligungen) *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 107.

184 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2318; *Hartwig-Jacob* Anleiheemission, S. 168; *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 27; *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.301; *Schäfer* ZGR 2008, 455 (491 f.); so auch noch *MünchKommBGB/Ulmer* BGB Vor § 705 Rn 55 (5. Aufl., 2009; allerdings nur „im Zweifel“; in der aktuellen Auflage (8. Aufl. 2020) verweist die Kommentierung von *Schäfer* Rn 55, dagegen darauf, dass „üblicherweise“ auf die Bildung von Gesamthandvermögen beim Konsortium verzichtet werde, um die Haftungsbeschränkung nicht zu gefährden, näher *Schäfer* ZGR 2008, 455 [493]).

185 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2319; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 98 f.; dagegen *Scholze* Konsortialgeschäft, S. 12 f.

186 Diese – wertungsmäßig verfehlt – Lösung kann, da es sich um eine schuldrechtliche Frage handelt, nicht etwa damit gerechtfertigt werden, dass das Spezialitätsprinzip dies vorgebe: so aber *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2318; *De Meo* Bankenkonsortien, S. 159.

187 Alleinvertretungsmacht wird in der Praxis eingeräumt, vgl. das Vertragsmuster bei *Bosch* BuB 10/253a, 10/253b (dort auch zur Nutzung schon vor Lieferung Rn 10/321d); auch *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2320. § 719 BGB ist im genannten Gehalt nach hM zwingend, vgl. im Einzelnen *MünchKommBGB/Schäfer* BGB § 719 Rn 4. Näher

den. Bejaht man Bruchteileigentum (auch bereits am Lieferanspruch, § 741 BGB), ist jeder Konsorte – wie gewollt – schon kraft Gesetzes von Anfang an allein entscheidungsbefugt (mit individuellem Weisungsrecht an die Konsortialführerin, soweit sie verwaltet, und Recht zur – auch teilweisen – Veräußerung der Quote, § 747 S. 1 BGB).¹⁸⁸

Parallelfragen stellen sich durchaus, sind aber praktisch weniger wichtig. Dies betrifft namentlich die **Sozialansprüche**, also etwa den Anspruch, andere Konsorten anzuhalten, ihren Teil der Quote tatsächlich zu übernehmen und zu vergüten,¹⁸⁹ aber auch den Anspruch auf Auskehrung der bereits erfolgten **Zahlungseingänge** bei frühen Absätzen¹⁹⁰ – bei Letzterem das Synallagma bei der Durchsetzung zerstörend, da umgekehrt der Konsorte bereits selbst in Anspruch genommen werden kann.¹⁹¹ In all diesen Fällen ist m.E. die Alleinberechtigung bzw. – entscheidungsmacht des jeweiligen Konsorten für seine Quote, also bloße Bruchteilgemeinschaft, rechtspolitisch und rechtsdogmatisch überzeugender.¹⁹² **46**

b) Ausfallhaftung. Eine zentrale Auswirkung der (hier abgelehnten) Auffassung von einer gemeinsamen Übernahme der **(Aktien-)Emission**, nicht von Einzelquoten, betrifft die **Ausfallhaftung**, wenn eine Konsortialbank ihre Quote nicht abnimmt oder abnehmen kann. Lange wurden die anderen Konsortialbanken – entsprechend der durchweg getroffenen Abrede – als zur Übernahme nur ihrer eigenen Quote an dieser Quote (d.h. teilschuldnerisch) verpflichtet gesehen.¹⁹³ Ausgehend davon, dass das Konsortium bei der Aktienemission die gesamte Emission übernehme, sah der BGH diese Abrede im Widerspruch zu § 186 Abs. 3 AktG und befürwortete eine **gesamtschuldnerische Haftung**.¹⁹⁴ Das Ergebnis wird zwar einhellig abgelehnt,¹⁹⁵ es ist auch aus Kapitalschutzgedanken nicht zu rechtfertigen, weil das aktienrechtliche Kapitalschutzregime (anders als das in § 24 GmbHG) gar keine Ausfallhaftung kennt, also sicherlich auch kei- **47**

zur hier befürworteten Konstruktion und zu (weiteren) Unstimmigkeiten der hM bei Grundmann FS Boujong 1996, 159 (166–170); BankR-Hdb/Grundmann § 112 Rn 99.

188 BayObLG Beschl. v. 3.5.1979 – BReg 2 Z 60/78, MDR 1979, 844 („unzweifelhaft“); MünchKommBGB/K. Schmidt BGB § 747 Rn 13; dies verkennt Scholze Konsortialgeschäft, S. 12f.

189 Canaris Bankvertragsrecht, Rn 2318; De Meo Bankenkonsortien, S. 97; Hartwig-Jacob Anleiheemission, S. 167; Hopt Verantwortlichkeit, S. 27; Kümpel Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.301 (sowie in der Neuauflage zum Ausschluss von Gesamthandsvermögen in der Praxis: Kümpel/Mülbart/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 25.122); MünchKommBGB / Schäfer BGB Vor § 705 Rn 56 und § 705 Rn 207; BeckOKBGB/Schöne § 705 Rn 113; Rayermann Konsortialvertrag, S. 68; Westermann AG 1967, 285 (290).

190 So (unter Hinweis auf § 718 Abs. 2.1. Alt. BGB durchaus konsequent) Hopt Verantwortlichkeit, S. 27.

191 Oben Rn 43 f. So durchaus auch Canaris Bankvertragsrecht, Rn 2265, 2320.

192 Näher BankR-Hdb/Grundmann § 112 Rn 98. Insbesondere stößt sich das in der Praxis eingeräumte individuelle Weisungsrecht (§ 665 BGB) bei Annahme von Gesamthandseigentum am sachenrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatz.

193 Vgl. Mustervertrag bei Bosch BuB 10/245; wirksam nach: Canaris Bankvertragsrecht, Rn 2265; Hopt Verantwortlichkeit, S. 28; Immenga Emissionskonsortien, S. 11 f.; Scholze Konsortialgeschäft, S. 21; Westermann AG 1967, 285 (291); nach 1992: MünchKommBGB/Ulmer, 5. Aufl. 2009, BGB Vor § 705 Rn 56 (allerdings unter Hinweis darauf, dass die Konsorten selbst als Zeichner aufgetreten sein müssen; anders die aktuelle Auflage (8. Aufl. 2020) MünchKommBGB / Schäfer BGB Vor § 705 Rn 57: das Konsortium tritt als Innengesellschaft nicht im Rechtsverkehr auf); Kümpel/Mülbart/Früh/Seyfried/R. Müller Rn 15.122, 15.218. Rechtsvergleichende Hinweise auf die Rechtslage in der Schweiz und England bei Hopt aaO.[diese Fußnote]. Auch keine Haftung nach § 278 BGB für Fehlverhalten (Nichtübernahme) seitens eines anderen Konsorten: De Meo Bankenkonsortien, S. 323. Insoweit hat sich an der Rechtslage auch nicht durch die Entscheidung BGH (Fn 115), BGHZ 118, 83 geändert, vgl. Timm/Schöne ZGR 1994, 113 (116).

194 BGH (Fn 115), BGHZ 118, 83 (99–101).

195 Gross AG 1993, 108 (116–118); Grundmann FS Boujong 1996, 159 (169 f.); zur Reaktion der Praxis: Kümpel/Mülbart/Früh/Seyfried/Brandt Rn 15.426; und ausführlich: Timm/Schöne ZGR 1994, 113 (122–136); wie der BGH allerdings vorher schon MünchKommBGB/Ulmer BGB Vor § 705 Rn 56 (5. Aufl., 2009), wenn nicht die Konsorten selbst als Zeichner auftraten; die praktischen Probleme bei sehr kleinen Quoten (Rn 27) betonend: Gross AG 1993, 108 (117); Kümpel Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.311; Timm/Schöne ZGR 1994, 113 (116).

ne zwingend gesamtschuldnerische.¹⁹⁶ Als Hauptstrategie, um diese Rechtsfolge zu vermeiden, wird jedoch inzwischen dazu geraten, die hier vertretene Meinung noch expliziter zu machen und darauf hinzuweisen, dass jeder Konsorte nur Quoten übernimmt, entsprechend auch Teilglobalurkunden für jeden Konsorten auszugeben und die Konsortialführerin hierfür ausdrücklich als bloße „Besitzmittlerin“ (§ 855 BGB) zu qualifizieren.¹⁹⁷

- 48 **5. Auflösung und Abwicklung des Konsortiums.** Da das Konsortium nach § 726 BGB durch Zweckerreichung endet,¹⁹⁸ stellt sich die Frage, ob die Abwicklung noch Teil der Zweckverfolgung bildet – was für die Kapitalerhöhung (wegen der gesellschaftsrechtlichen Bindungen) bejaht wird,¹⁹⁹ für die Anleiheemission eher verneint –²⁰⁰ freilich dann mit nachwirkenden Pflichten, so dass der Streit weitgehend akademisch erscheint.

III. Rechtsbeziehungen des Anlegers

1. Sonderrechtsverhältnisse zum Emittenten

- 49 **a) Bei der Aktienemission (auch grenzüberschreitend).** Durch die Aktienemission wird ein Mitgliedschaftsverhältnis begründet. Im Hauptfall – der Kapitalerhöhung – bleibt die Satzung erhalten²⁰¹ und ist **nur die Zuordnung zu Aktiengattungen bzw. Namens- oder Inhaberaktien zu „gestalten“**.²⁰² Auch stehen die Zeichner – jedenfalls im ersten Zugriff – fest: die Altaktionäre bei Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff., 212 S. 1 AktG), die Destinatärgruppe bei bedingter Kapitalerhöhung (§ 192 Abs. 2 AktG), die Bezugsrechtsinhaber bei Barkapitalerhöhung²⁰³ (allerdings mit Zwischenschaltung des Konsortiums, § 186 Abs. 5 AktG vgl unten Rn 58). Das **anwendbare Recht** bestimmt sich nach Internationalem Gesellschaftsrecht (Sitzanknüpfung, seit dem MoMiG mit wichtigen Elementen der Rechtswahlfreiheit, insbes. bei Sitzverlegung aus Deutschland heraus).²⁰⁴ Das Statut gilt einheitlich für die Kapitalerhöhung

196 Zu beiden Begründungswegen des Gerichts ausführlich: *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (123–136). Vgl. § 69 AktG. Ausführlicher zum System des aktienrechtlichen Kapitalschutzes im Hinblick auf diese Frage *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 108.

197 *Timm/Schöne* ZGR 1994, 113 (141 f.); ähnlich *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.426 („transparente Ausgestaltung“).

198 *Groß* BuB 10/321g; *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2322; *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.314; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Schücking* Unternehmensfinanzierung, § 32 Rn 32.76.

199 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2323; *Ekkenga/Maas* Wertpapieremissionen, S. 185; zu diesen Bindungen auch *BankR-Hdb/Grundmann* § 112 Rn 109.

200 *Canaris* Bankvertragsrecht, Rn 2323; Gegenmeinung: *Hopt* Verantwortlichkeit, S. 27; *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.314.

201 *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Brandt* Rn 15.453, ausführlicher noch: *Kümpel* Bankrecht, 3. Aufl. 2004, Rn 9.267 bis 9.269. Im Gründungsgeschäft engagieren sich die Banken kaum noch: *Groß* BuB 10/294a.

202 Vgl. *Hüffer/Koch* AktG § 182 Rn 13.

203 Vgl. aus der überreichen Literatur zum Bezugsrecht aus bankrechtlicher Sicht etwa *Bezenberger* ZIP 2002, 1917; *Groß* BuB 10/298c–299; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Herfs* Unternehmensfinanzierung, § 5 (S. 214 ff.); *Hüffer/Koch* AktG § 186 Rn 51–53; *Ekkenga/Maas* Wertpapieremissionen, S. 327 ff.

204 Zur Grundsatzanknüpfung statt aller: RG Ur. v. 10.3.1934 – V 234/33 – IPRspr 1934, Nr. 11; *Grasmann*, System des internationalen Gesellschaftsrechts, 1970, S. 504; *MünchKommBGB/Kindler* IntGesR Rn 588. Zu den Elementen der Rechtswahlfreiheit ausführlich und mwN *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn 170, 183, 780–793. Für eine kollisionsrechtliche Wirkung der (Neufassung von) §§ 4a GmbHG und 5 AktG grundlegend *Hoffmann* ZIP 2007, 1581 (1585 ff.); auch *Bork/Schäfer/Kindler* GmbHG § 4a Rn 21; *Gerhlein* u.a./*Schmitz* GmbHG § 4a Rn 25; *KölnKomm/Dauner-Lieb* AktG § 5 Rn 5f., 17; siehe auch die ausgewogen abwägende Argumentation bei *MünchKommGmbHG/Heinze* § 4a Rn 98 ff.; eher ergebnisoffen und mit einem Hinweis auf fehlende BGH Rechtsprechung: *Schmidt/Lutter/Ringe* AktG § 5 Rn 11f.; *Däubler/Heuschmid* NZG 2009, 493 (494); *Fingerhut/Rumpf* IPRax 2008, 90 (94); *Herrler* DStR 2009, 484 (489); *Wicke* GPR 2010, 238 (239). Gegen eine kollisionsrechtliche Bedeutung: *Franz/Laeger* BB 2008, 678 (682); *Kindler* IPRax 2009, 189 (197 f.); *Lieder/Kliebisch* BB 2009, 338 (343).