

Europäisches und deutsches  
**Kapitalmarkt-  
recht**

Herausgegeben von  
Rüdiger Veil

3. Auflage



MOHR SIEBECK

# Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht





Europäisches und deutsches  
**Kapitalmarktrecht**

Herausgegeben von  
Rüdiger Veil

Bearbeitet von  
Hendrik Brinckmann, Rüdiger Veil,  
Fabian Walla und Malte Wundenberg

3., vollständig überarbeitete  
und ergänzte Auflage

Mohr Siebeck

Herausgeber:

*Rüdiger Veil*, geboren 1966, ist seit 2017 Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht an der Ludwig-Maximilians-Universität München und Direktor des Munich Center for Capital Markets Law der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Bearbeiter:

Dr. *Hendrik Brinckmann*, Berlin

Prof. Dr. *Rüdiger Veil*, München

Dr. *Fabian Walla*, Herzogenaurach

Dr. *Malte Wundenberg*, Frankfurt/Main

1. Auflage 2011

2., neu bearbeitete Auflage 2014

3., vollständig überarbeitete und ergänzte Auflage 2022

ISBN 978-3-16-159776-3 / eISBN 978-3-16-159777-0

DOI 10.1628 / 978-3-16-159777-0

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen aus der Stempel Garamond und der Frutiger gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

## Vorwort

Die beiden ersten Auflagen des Lehrbuchs haben das Ziel verfolgt, die Einheit und Vielheit in der europäischen Kapitalmarktregulierung sichtbar zu machen und die Materie systematisch zu ordnen. Das Kapitalmarktrecht war seinerzeit geprägt von mindestharmonisierenden Richtlinien. In acht Jahren hat sich dies grundlegend geändert. Die europäischen Basisrechtsakte sind heute Verordnungen und vollharmonisierende Richtlinien. Das Aufsichtsrecht ist daher größtenteils auf europäischer Ebene vorzufinden. Zudem ist das Rechtsgebiet gewaltig gewachsen. Die EU hat Lehren aus der Finanzmarktkrise gezogen. Es gibt keinen unregulierten Handel von Finanzinstrumenten mehr. Ferner sind erstmals Referenzwerte und Verbriefungen gesetzlich geregelt. Ein weiteres Metathema ist die Umgestaltung des Finanzwesens im Sinne ökologisch nachhaltiger Kapitalanlagen. *Sustainable Finance* durchzieht mittlerweile ein Großteil der Finanzmarktregulierung. Auch die Digitalisierung der Wertpapierdienstleistungen und die Nutzung der Blockchain für Vertrieb und Handel von Finanzprodukten haben zu weitreichenden Reformen geführt, die den Marktteilnehmern einen verlässlichen Rechtsrahmen bieten, aber auch Innovation ermöglichen sollen.

Die zunehmende Komplexität des Kapitalmarktrechts, bedingt auch durch eine Fülle an Konvergenzmaßnahmen der ESMA, lässt das Anliegen der beiden ersten Auflagen, systembildend die Wertungen der Regeln herauszuschälen, umso dringender erscheinen. Die dritte Auflage hält daher am Konzept fest, die theoretischen Grundlagen der Kapitalmarktregulierung zu entfalten und die Essenz der Verbote und Pflichten herauszukristallisieren. Das Werk behandelt zudem methodische Fragen im europäischen Mehrebenensystem, klärt grundlegende Konzepte, die für das Verständnis des Marktmissbrauchsrechts und der Publizitätspflichten erforderlich sind, und zeigt Perspektiven der weiteren Rechtsentwicklung auf. Es versteht sich weiterhin als Lehrbuch, das sich an Studierende sowie Wissenschaft und Praxis richtet.

Die dritte Auflage enthält neue Abschnitte über Regelungsziele und -strategien (§2), DLT-basierte Finanzinstrumente und deren Handel (§10), die zivilrechtlichen Grundlagen des Erwerbs und der Verwahrung von Wertpapieren (§23), über Anlageziele von Investoren (§24), die neuen Regeln für Stimmrechtsberater (§28) sowie Abschnitte über die von Wertpapierfirmen erbrachten Dienstleistungen (§§29–31) und deren Governance (§34). Neu sind schließlich Abschnitte über das Übernahmerecht, das hauptsächlich kapitalmarktrechtliche Zwecke verfolgt (§§37–40), im Unterschied zu den anderen aufsichtsrechtlichen Regeln aber nur in den Kernbereichen harmonisiert ist. Das Anliegen der EU, nachhaltige Kapitalanlagen zu fördern, wird in mehreren Abschnitten des Buchs (§§1 und 2 über die Rechtsgrundlagen und Regelungsziele, §8 über Finanzinstrumente, §§16 und 18 über Kapitalmarktpublizität und Finanzberichterstattung, §22 über Corporate Governance, §24 über Anlageziele und §30 über Wertpapierdienstleistungen) behandelt.

Die Abschnitte über das Marktmissbrauchsrecht, die Publizitätspflichten, das Regime für Leerverkäufe, die Wohlverhaltensregeln für Finanzanalysten und Ratingagenturen und

die Compliance-Anforderungen für Finanzintermediäre sind grundlegend überarbeitet. Sie berücksichtigen auch die privatrechtlichen Regeln des deutschen Rechts, weil die Materie ansonsten nur rudimentär erfasst wäre. Das Privatrecht ist für den Vertrieb und Handel von zentraler Bedeutung, allerdings ausschließlich im nationalen Recht vorzufinden. Das Buch trägt daher in der dritten Auflage den Titel „Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht“.

Die meisten Abschnitte schließen mit einem Fazit, in dem die Regelungsmaterie abschließend beurteilt und aufgezeigt wird, ob Bedürfnis für eine Reform besteht. Es werden zudem 31 Fälle behandelt, mit denen sich Aufsichtsbehörden und Gerichte auseinandergesetzt haben. Die Aufsichts- und Gerichtspraxis schärft den Blick für die Probleme der Rechtsanwendung und kann Anlass sein, eine Reformdiskussion zu führen. In Deutschland hat der Fall Wirecard eine Reform der Kapitalmarktaufsicht und privatrechtlichen Haftung von Abschlussprüfern zur Folge gehabt. Diese Entwicklungen werden in dem Buch ebenfalls behandelt.

Das Werk hat die Wertpapierregulierung zum Gegenstand. Dieses Rechtsgebiet lässt sich nicht trennscharf erfassen und von anderen Bereichen der Finanzmarktregulierung präzise abgrenzen. Schnittstellen gibt es zum Recht der kollektiven Kapitalanlage, das in diesem Buch nicht eigenständig behandelt, aber bei einzelnen Themen berücksichtigt wird. Ferner steht die Wertpapierregulierung in einem engen Zusammenhang mit der Bankenregulierung, auf die in diesem Buch aber nicht eingegangen werden kann. Insoweit sei auf das ebenfalls bei Mohr Siebeck erschienene Lehrbuch von Dr. *Malte Wundenberg* über das „Europäische Bankenaufsichtsrecht“ verwiesen, auf das in diesem Buch auch Bezug genommen wird.

Aus dem Autorenteam der letzten Auflage sind weiterhin Dr. *Hendrik Brinckmann*, Dr. *Fabian Walla* und Dr. *Malte Wundenberg* an der Neuauflage beteiligt. Ich danke ihnen sehr, dass sie wieder mitgewirkt und ihre Einsichten aus der Politik-, Unternehmens- und Anwaltsberatung eingebracht haben.

Die Neuauflage hat enorm viel Arbeit gemacht. Bei der Redaktion des Werks haben mich die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter meines Lehrstuhls tatkräftig unterstützt. Die Hauptlast haben *Leon Albrecht* und *Nils Meyer-Eller* getragen. Ferner haben *Gabriele Groß* sowie die studentischen Mitarbeiterinnen *Jasmin Gärth* und *Lorena Meyer* geholfen. Die wissenschaftlichen Mitarbeiter *Nils Meyer-Eller*, *Moritz Reichert* und *Marc Wiesner* haben Anregungen für einzelne Abschnitte gegeben. Ich bin allen für ihre engagierte und sachkundige Mitarbeit sehr dankbar.

Die dritte Auflage berücksichtigt Gesetzgebung, Aufsichts- und Gerichtspraxis sowie Literatur bis November 2021. Anregungen und Anmerkungen aus dem Leserkreis sind willkommen und erreichen mich am besten unter [ruediger.veil@jura.uni-muenchen.de](mailto:ruediger.veil@jura.uni-muenchen.de).

München, im November 2021

Prof. Dr. Rüdiger Veil

## Autorenverzeichnis

*Prof. Dr. Rüdiger Veil*, geboren 1966, studierte Rechtswissenschaften an der Justus-Liebig-Universität Gießen. Er wurde 1995 an der Humboldt-Universität zu Berlin promoviert und dort 2002 habilitiert. Im Jahr 2003 wurde er auf den Alfred Krupp-Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht an der Bucerius Law School berufen. Seit 2017 ist er Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht der Ludwig-Maximilians-Universität München und dort auch Direktor des Munich Center for Capital Markets Law.

*Dr. Hendrik Brinckmann*, geboren 1980, studierte Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School in Hamburg und an der University of Sydney. Im Jahr 2009 wurde er zum Doktor der Rechtswissenschaft (Dr. iur.) mit einer Dissertation zur kapitalmarktrechtlichen Finanzberichterstattung promoviert. Nach Tätigkeiten als Rechtsanwalt bei einer großen Wirtschaftskanzlei und im Bundesministerium der Finanzen arbeitet er seit 2018 für die CDU/CSU-Bundestagsfraktion. Dort ist er als finanzpolitischer Referent für die Koordinierung und Abstimmung finanzmarktbezogener Gesetzgebungsvorhaben zuständig.

*Dr. Fabian Walla*, geboren 1983, hat Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School in Hamburg und an der Cornell Law School, Ithaca, NY, studiert. Er wurde mit einer Arbeit über die deutsche und europäische Kapitalmarktaufsicht promoviert. Fabian Walla ist als Rechtsanwalt und als Syndikusrechtsanwalt zugelassen und leitet den Bereich Corporate Legal bei der adidas AG, Herzogenaurach. Er ist zudem Lehrbeauftragter der Bucerius Law School und veröffentlicht regelmäßig zu Themen des Aktien- und Kapitalmarktrechts.

*Dr. Malte Wundenberg*, geboren 1979, hat Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School und der NYU Law School studiert. Ein Parallelstudium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim und der Fernuniversität Hagen schloss er als Dipl.-Kfm. ab. Nach einem Forschungsaufenthalt an der University of Cambridge wurde er 2011 mit einer Arbeit zum Thema „Compliance und die prinzipiengeleitete Aufsicht über Bankengruppen“ promoviert. Er ist zudem Autor eines Werks zum „Europäischen Bankenaufsichtsrecht“. Malte Wundenberg ist als Rechtsanwalt im Frankfurter Büro der Sozietät Hengeler Mueller tätig. Er ist Lehrbeauftragter an der Bucerius Law School.



# Inhaltsübersicht

<b>Erstes Kapitel: Grundlagen der Kapitalmarktgesetzgebung in Europa . . .</b>	<b>1</b>
§ 1 Rechtsentwicklung ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	1
§ 2 Begriff, Ziele und Regulierungskonzepte ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	27
§ 3 Gesetzgebungskompetenzen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	47
§ 4 Rechtssetzungsverfahren ( <i>Fabian Walla</i> ) . . . . .	57
§ 5 Rechtsquellen und Auslegung ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	71
§ 6 Intra- und Interdisziplinarität ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	93
<b>Zweites Kapitel: Grundlagen des Kapitalmarktrechts . . . . .</b>	<b>105</b>
§ 7 Kapitalmärkte ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	105
§ 8 Finanzinstrumente und Verbriefungen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	121
§ 9 Kapitalmarktteilnehmer ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	137
§ 10 Kryptowerte und DLT-Marktinfrastrukturen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	147
§ 11 Kapitalmarktaufsicht ( <i>Fabian Walla</i> ) . . . . .	159
§ 12 Sanktionen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	189
<b>Drittes Kapitel: Marktmissbrauchsrecht . . . . .</b>	<b>201</b>
§ 13 Grundlagen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	201
§ 14 Insiderverbote ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	211
§ 15 Verbot der Marktmanipulation ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	251
<b>Viertes Kapitel: Publizitätsregime . . . . .</b>	<b>273</b>
§ 16 Grundlagen ( <i>Hendrik Brinckmann</i> ) . . . . .	273
§ 17 Prospektpublizität ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	299
§ 18 Periodische Publizität ( <i>Hendrik Brinckmann</i> ) . . . . .	337
§ 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	375
§ 20 Beteiligungspublizität ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	415
§ 21 Directors' Dealings ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	457
§ 22 Corporate Governance und Aktionärsrechte ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	469

<b>Fünftes Kapitel: Handelsaktivitäten</b> . . . . .	481
§ 23 Grundlagen des Wertpapiererwerbs ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	481
§ 24 Anlageziele ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	489
§ 25 Leerverkäufe und Credit Default Swaps ( <i>Fabian Walla</i> ) . . . . .	497
 <b>Sechstes Kapitel: Informationsintermediäre</b> . . . . .	 517
§ 26 Finanzanalysten ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	517
§ 27 Ratingagenturen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	535
§ 28 Stimmrechtsberater ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	563
 <b>Siebtens Kapitel: Wertpapierdienstleistungsunternehmen</b> . . . . .	 569
§ 29 Grundlagen der Compliance ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	569
§ 30 Wertpapierdienstleistungen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	573
§ 31 Produktintervention ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	597
§ 32 Grundlagen der Compliance ( <i>Malte Wundenberg</i> ) . . . . .	603
§ 33 Organisatorische Anforderungen ( <i>Malte Wundenberg</i> ) . . . . .	611
§ 34 Governance ( <i>Malte Wundenberg</i> ) . . . . .	647
 <b>Achtes Kapitel: Regulierung von Benchmarks</b> . . . . .	 671
§ 35 Grundlagen ( <i>Malte Wundenberg</i> ) . . . . .	671
§ 36 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen ( <i>Malte Wundenberg</i> ) . . . . .	677
 <b>Neuntes Kapitel: Öffentliche Unternehmensübernahmen</b> . . . . .	 699
§ 37 Grundlagen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	699
§ 38 Verfahren einer öffentlichen Übernahme ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	713
§ 39 Pflichtangebot ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	723
§ 40 Verhaltenspflichten ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	737

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b> . . . . .	V
<b>Autorenverzeichnis</b> . . . . .	VII
<b>Inhaltsübersicht</b> . . . . .	IX
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> . . . . .	XXXV
<b>Bibliographie</b> . . . . .	XLVII
<b>Erstes Kapitel: Grundlagen der Kapitalmarktgesetzgebung in Europa</b> . . .	1
<b>§ 1 Rechtsentwicklung</b> . . . . .	1
I. Einführung . . . . .	2
II. <i>Segré</i> -Bericht (1966) . . . . .	2
III. Phase 1: Koordinierung des Börsen- und Prospektrechts (1979 bis 1982) . . . . .	3
IV. Weißbuch über die Vollendung des Binnenmarkts (1985) . . . . .	4
V. Phase 2: Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts (1988 bis 1993) . . . . .	5
VI. Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (1999) . . . . .	6
VII. „ <i>Lamfalussy</i> -Bericht“ (2000) . . . . .	7
VIII. Phase 3: Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts (2003 bis 2007) . . . . .	8
IX. Noch Phase 3: Harmonisierung des Übernahmerechts (2004) . . . . .	11
X. Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005) . . . . .	12
XI. Phase 4: Bewältigung der Finanzmarktkrise durch Rechts- vereinheitlichung und europäische Aufsicht (2009 bis 2016) . . . . .	13
XII. Europäisches System für die Finanzaufsicht (ESFS) (2009) . . . . .	14
XIII. Regulierung der Ratingagenturen (2009) . . . . .	14
XIV. Überarbeitung der Rahmenrichtlinien (2009 bis 2014) – von Mindest- zur Vollharmonisierung und Rechtsvereinheitlichung . . . . .	15
XV. Regulierung von Leerverkäufen (2012) . . . . .	19
XVI. Regulierung von OTC-Derivaten (2012) . . . . .	19
XVII. Regulierung von Benchmarks (2013 bis 2016) . . . . .	20
XVIII. Phase 5: Kapitalmarktunion (seit 2015) . . . . .	20
XIX. Prospekt-Verordnung . . . . .	21
XX. Verbriefungs-Verordnung . . . . .	21
XXI. ESA Review . . . . .	22
XXII. Verbesserung der Start-up- und KMU-Finanzierung . . . . .	23
XXIII. Sustainable Finance . . . . .	24

- XXIV. Aktionsplan 2020 . . . . . 25
- XXV. Fazit . . . . . 26
  
- § 2 Begriff, Ziele und Regulierungskonzepte . . . . . 27**
  - I. Begriff . . . . . 28
  - II. Regelungsziele . . . . . 30
    - 1. Funktionsfähigkeit der Märkte und Anlegerschutz . . . . . 30
    - 2. Finanzstabilität . . . . . 33
    - 3. Nachhaltigkeit . . . . . 35
  - III. Regulierungskonzepte . . . . . 37
    - 1. Publizität . . . . . 37
      - a) Informationsfunktion . . . . . 37
      - b) Regulierungsfunktion . . . . . 42
      - c) Überwachungsfunktion . . . . . 43
    - 2. Verbote . . . . . 44
    - 3. Kontrollordnung . . . . . 45
  
- § 3 Gesetzgebungskompetenzen . . . . . 47**
  - I. Rechtsgrundlagen . . . . . 47
  - II. Kompetenznormen . . . . . 48
    - 1. Koordination von Bestimmungen zum Schutz der Gesellschafter und Gläubiger . . . . . 48
    - 2. Koordination der Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten . . . . . 49
    - 3. Verwirklichung des Binnenmarktes . . . . . 49
    - 4. Straftaten mit grenzüberschreitender Dimension . . . . . 50
  - III. Handlungsformen . . . . . 51
    - 1. Überblick . . . . . 51
    - 2. Verordnung . . . . . 51
    - 3. Richtlinie . . . . . 52
  - IV. Harmonisierungsgrad . . . . . 53
    - 1. Begriffe und Gründe . . . . . 53
    - 2. Tendenz zur Vollharmonisierung . . . . . 53
  
- § 4 Rechtssetzungsverfahren . . . . . 57**
  - I. Historische Entwicklung . . . . . 58
  - II. Der Ablauf des *Lamfalussy II*-Verfahrens . . . . . 59
    - 1. Stufe 1: Rahmenrechtsakte . . . . . 59
      - a) Konzeption . . . . . 59
      - b) Das Trilog-Verfahren . . . . . 60
    - 2. Stufe 2: Delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechtsakte . . . . . 62
    - 3. Stufe 3: Empfehlungen und Leitlinien . . . . . 64
    - 4. Stufe 4: Kontrolle der mitgliedstaatlichen Rechtsumsetzung . . . . . 66
    - 5. Einbindung von Marktteilnehmern und anderen Stakeholdern . . . . . 67
  - III. Bewertung . . . . . 68

<b>§ 5 Rechtsquellen und Auslegung</b> . . . . .	71
I. Einführung . . . . .	71
II. Europäisches Recht . . . . .	72
1. Rechtsquellen . . . . .	72
a) Single Rulebooks der EU-Wertpapierregulierung . . . . .	72
b) Verordnungen über die europäischen Aufsichtsbehörden . . . . .	74
c) Flankierende EU-Gesetzgebungsakte . . . . .	75
2. Auslegung . . . . .	75
a) Autonome Auslegung . . . . .	75
b) Entwicklung von Auslegungsstandards durch die ESMA . . . . .	77
c) Auslegungsgrundsätze . . . . .	80
aa) Wortlaut . . . . .	80
bb) Rechtssystematische Auslegung . . . . .	80
cc) Historische Auslegung . . . . .	82
dd) Teleologische Auslegung . . . . .	83
III. Nationales Recht . . . . .	85
1. Deutschland . . . . .	86
2. Frankreich . . . . .	87
3. Griechenland . . . . .	88
4. Italien . . . . .	88
5. Österreich . . . . .	89
6. Schweden . . . . .	89
7. Spanien . . . . .	90
8. Vereinigtes Königreich . . . . .	90
<b>§ 6 Intra- und Interdisziplinarität</b> . . . . .	93
I. Einführung . . . . .	94
II. Intradisziplinarität . . . . .	95
1. Rechtsnatur . . . . .	95
a) Wechselwirkungen des Aufsichts- und Zivilrechts . . . . .	95
b) Auslegung . . . . .	96
2. Verhältnis zum Bilanz-, Gesellschafts- und Insolvenzrecht . . . . .	97
III. Interdisziplinarität . . . . .	99
1. Modell des Homo Oeconomicus . . . . .	99
2. Verhaltensanomalien (Behavioural Finance) . . . . .	100
a) Ankereffekt . . . . .	100
b) Selbstüberschätzung (Overconfidence). . . . .	100
c) Fairness . . . . .	101
d) Prospect Theory/Framing. . . . .	101
e) Hindsight Bias (Rückschaufehler) . . . . .	101
f) Representativeness/Availability/Salience. . . . .	102
3. Relevanz der Verhaltenswissenschaften in der Kapitalmarktregulierung	102

<b>Zweites Kapitel: Grundlagen des Kapitalmarktrechts</b> . . . . .	105
<b>§ 7 Kapitalmärkte</b> . . . . .	105
I. Überblick . . . . .	106
1. Handelsplatz . . . . .	106
2. Primär- und Sekundärmärkte . . . . .	107
3. Börsen . . . . .	108
II. Handelsplätze nach MiFID II . . . . .	109
1. Geregelter Markt . . . . .	109
2. MTF . . . . .	111
3. OTF . . . . .	111
III. KMU-Wachstumsmarkt . . . . .	112
IV. OTC-Handel . . . . .	115
V. Marktzugang (IPO und Listing) . . . . .	116
1. Emission von Wertpapieren . . . . .	116
2. Zulassung von Wertpapieren zum Handel (Listing) . . . . .	117
VI. Marktaustritt (Delisting) . . . . .	118
<b>§ 8 Finanzinstrumente und Verbriefungen</b> . . . . .	121
I. Einführung . . . . .	121
II. Wertpapiere . . . . .	123
1. Begriffsbestimmung der MiFID II . . . . .	123
2. Aktien . . . . .	124
3. Schuldtitel (Anleihen) . . . . .	125
a) Arten von Schuldverschreibungen . . . . .	125
b) Entstehung . . . . .	127
c) Sonderregeln für Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen . . . . .	128
4. Sonstige Vermögensanlagen . . . . .	128
III. Derivate . . . . .	129
IV. Fondsanteile . . . . .	131
V. Verbriefungen . . . . .	132
1. Strukturen und beteiligte Parteien . . . . .	132
2. STS-Verbriefungen . . . . .	133
VI. ESG-Finanzprodukte . . . . .	134
<b>§ 9 Kapitalmarktteilnehmer</b> . . . . .	137
I. Einführung . . . . .	137
II. Anbieter von Marktinfrastrukturen . . . . .	138
III. Emittenten . . . . .	140
IV. Anleger . . . . .	141
1. Arten . . . . .	141
2. Investoren als Regelungsadressaten und Schutzniveau . . . . .	143

<b>§ 10 Kryptowerte und DLT-Marktinfrastrukturen</b> . . . . .	147
I. Grundlagen . . . . .	148
1. Tokenisierung von Rechten auf der Blockchain . . . . .	149
2. Übertragung von Token . . . . .	151
3. Öffentliches Angebot von Token . . . . .	151
4. Handel von Token . . . . .	152
II. Aufsichtsrechtliche Anforderungen nach MiFID II . . . . .	152
1. Arten von Handelsplattformen . . . . .	152
2. Vor- und Nachteile dezentraler Handelsplattformen . . . . .	153
III. Kommissionsvorschlag für DLT-Marktinfrastrukturen . . . . .	154
1. Pilotregelung . . . . .	155
2. Regime für Crypto-Asset-Märkte . . . . .	156
3. Bewertung . . . . .	156
<b>§ 11 Kapitalmarktaufsicht</b> . . . . .	159
I. Einleitung . . . . .	161
II. Unionsrechtliche Vorgaben an die Kapitalmarktaufsicht . . . . .	162
1. Institutioneller Aufbau . . . . .	162
2. Befugnisse . . . . .	163
a) Ermittlungs- und Eingriffsbefugnisse . . . . .	163
b) Bußgelder . . . . .	164
c) Sonstige Sanktionsmittel . . . . .	164
d) Wahl des Sanktionsmittels und Bußgeldbemessung . . . . .	165
III. Nationale Ausgestaltungen der Kapitalmarktaufsicht . . . . .	165
1. Institutionelle Verankerung . . . . .	165
a) Allfinanzmodell . . . . .	166
b) Modell der sektoralen Aufsicht . . . . .	167
c) Mischformen . . . . .	167
d) Twin-Peaks-Modell . . . . .	167
e) Vorzugswürdigkeit eines Aufsichtsmodells? . . . . .	168
2. Binnenorganisation und Unabhängigkeit . . . . .	169
3. Sanktions- und Strafverfolgungsbefugnisse . . . . .	169
4. Amtshaftung . . . . .	170
5. Ressourceneinsatz und Sanktionsintensität . . . . .	170
IV. Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsinstitutionen . . . . .	171
1. Aufsichts Kooperation in der Europäischen Union . . . . .	171
2. Kooperationen mit Drittstaaten . . . . .	172
V. Wettbewerb der mitgliedstaatlichen Aufsichtsinstitutionen . . . . .	174
VI. Das Europäische System der Finanzaufsicht (ESFS) . . . . .	174
1. Institutioneller Aufbau . . . . .	175
a) Makroebene . . . . .	175
b) Mikroebene . . . . .	176
c) Europäische Bankenunion . . . . .	177
2. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) . . . . .	178
a) Binnenorganisation . . . . .	179

b) Unabhängigkeit und Budgetautonomie . . . . .	180
c) Eingriffsbefugnisse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden . . . . .	181
aa) Verstöße gegen das EU-Recht . . . . .	181
bb) Krisen- und Streitfall . . . . .	182
(1) Krisenfall . . . . .	182
(2) Streitfall zwischen Aufsichtsbehörden in grenz- überschreitenden Fällen . . . . .	182
(3) Nationale Haushaltsautonomie als Grenze der ESMA-Befugnisse . . . . .	182
d) Direkte Aufsichtsbefugnisse . . . . .	183
aa) Warnungen vor und Verbote von bestimmten Finanzaktivitäten	183
bb) Aufsicht über die Ratingagenturen und Transaktions- und Wertpapierregister . . . . .	184
cc) Überwachung von Benchmarks und Datendienstleistern . . . . .	185
e) Rechtssetzungskompetenzen . . . . .	185
f) Vereinbarkeit der ESMA-Befugnisse mit dem europäischen Primärrecht . . . . .	185
g) Rechtsschutz . . . . .	186
h) Amtshaftung . . . . .	187
i) Zugang zu Dokumenten . . . . .	187
3. Gesamtbewertung der Rolle der ESMA . . . . .	187
<b>§ 12 Sanktionen . . . . .</b>	<b>189</b>
I. Einführung . . . . .	190
II. Sanktionsregime vor der Finanzmarktkrise . . . . .	191
1. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	191
2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen . . . . .	192
III. Sanktionsregime nach der Finanzmarktkrise . . . . .	193
1. Reformbedürfnis . . . . .	193
2. Public Enforcement . . . . .	194
a) Regelungen zur Aufdeckung und Ermittlung von Rechtsverstößen . . . . .	194
b) Verwaltungsmaßnahmen . . . . .	195
c) Verwaltungssanktionen . . . . .	196
3. Private Enforcement . . . . .	197
IV. Fazit . . . . .	199
<b>Drittes Kapitel: Marktmissbrauchsrecht . . . . .</b>	<b>201</b>
<b>§ 13 Grundlagen . . . . .</b>	<b>201</b>
I. Rechtsentwicklung . . . . .	202
1. Rechtslage in Deutschland bis 1995 . . . . .	202
2. Harmonisierungsmaßnahmen der EG . . . . .	203
II. MAR-Regime 2014 . . . . .	205
1. Reformbedürfnis . . . . .	205

2. Rechtsquellen . . . . .	205
3. Regelungssystematik . . . . .	207
4. Anwendungsbereich . . . . .	208
III. Darstellung des MAR-Regimes in diesem Buch . . . . .	210
<b>§ 14 Insiderverbote . . . . .</b>	<b>211</b>
I. Einführung . . . . .	213
II. Grundlagen . . . . .	215
1. Regelungskonzept . . . . .	215
a) Verbote und Ad-hoc-Publizitätspflicht . . . . .	215
b) Weitere Publizitätspflichten . . . . .	216
c) Insider-Compliance . . . . .	217
2. Regelungszwecke . . . . .	218
III. Begriff der Insiderinformation . . . . .	219
1. Auslegungsgrundsätze des EuGH zur MAD 2003 . . . . .	219
2. Regelung der MAR 2014 . . . . .	222
a) Nicht öffentlich bekannt . . . . .	223
b) Präzise Information . . . . .	224
aa) Umstand oder Ereignis . . . . .	225
bb) Spezifizität . . . . .	226
c) Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug . . . . .	228
d) Kursbeeinflussungspotenzial . . . . .	229
3. Fallgruppen . . . . .	232
IV. Verbote . . . . .	233
1. Handelsverbot . . . . .	234
a) Tatbestand . . . . .	234
b) Legitime Handlungen . . . . .	237
2. Offenlegungsverbot . . . . .	240
a) Unrechtmäßige Offenlegung (Art. 10 MAR) . . . . .	240
b) Marktsondierung (Art. 11 MAR) . . . . .	242
3. Verleitungsverbot . . . . .	244
4. Ausnahmen von den Verboten . . . . .	244
V. Aufsicht . . . . .	245
1. Aufsichtsbehörden . . . . .	245
2. Insiderlisten . . . . .	246
3. Anzeigepflichten und Whistleblowing . . . . .	247
VI. Sanktionen und Rechtsfolgen . . . . .	247
1. Strafen und Geldbußen . . . . .	247
2. Bekanntmachungen . . . . .	249
3. Privatrechtliche Rechtsfolgen . . . . .	249
VII. Fazit . . . . .	250
<b>§ 15 Verbot der Marktmanipulation . . . . .</b>	<b>251</b>
I. Einführung . . . . .	252
II. Regelungskonzeption . . . . .	253

- III. Anwendungsbereich . . . . . 254
  - 1. Persönlicher Anwendungsbereich . . . . . 254
  - 2. Sachlicher Anwendungsbereich . . . . . 255
- IV. Verbote . . . . . 255
  - 1. Regelungssystematik . . . . . 255
  - 2. Informationsbasierte Marktmanipulation . . . . . 256
    - a) Rechtsdogmatik . . . . . 257
    - b) Rechtspraxis . . . . . 259
    - c) Exkurs: Behavioural Finance . . . . . 259
  - 3. Handels- und handlungsbasierte Manipulation . . . . . 260
    - a) Grundtatbestände (Art. 12 Abs. 1 MAR) . . . . . 261
    - b) Spezielle Tatbestände (Art. 12 Abs. 2 MAR) . . . . . 262
  - 4. Benchmark-Marktmanipulation . . . . . 265
- V. Aufsicht . . . . . 266
- VI. Sanktionen und zivilrechtliche Rechtsfolgen . . . . . 267
  - 1. Strafen und Geldbußen . . . . . 267
  - 2. Öffentliche Bekanntmachung . . . . . 268
  - 3. Schadensersatz . . . . . 268
- VII. Fazit . . . . . 270

**Viertes Kapitel: Publizitätsregime . . . . . 273**

**§ 16 Grundlagen . . . . . 273**

- I. Einführung . . . . . 275
- II. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz . . . . . 275
  - 1. Allokative Effizienz . . . . . 276
    - a) *Akerlof* und der Market for Lemons . . . . . 276
    - b) *Fama* und die Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) . . . . . 276
    - c) Diskussion über den Umfang einer Übernahme der ECMH im Kapitalmarktrecht . . . . . 277
  - 2. Institutionelle Effizienz . . . . . 279
  - 3. Operationale Effizienz . . . . . 280
- III. Publizitätsvorschriften als Regulierungsinstrument . . . . . 280
  - 1. Notwendigkeit gesetzlicher Publizitätsvorschriften aus ökonomischer Sicht . . . . . 280
    - a) Beseitigung von Informationsasymmetrien . . . . . 281
      - aa) Gesellschaftlicher Wert öffentlicher Informationen . . . . . 281
      - bb) Verringerung von Agency-Costs und Signal-Theorie . . . . . 282
    - b) Informationen und das Problem öffentlicher Güter . . . . . 282
    - c) Publizitätsvorschriften unter dem Blickwinkel der Transaktionskostentheorie . . . . . 283
    - d) Fazit . . . . . 284
  - 2. Publizitätsvorschriften als Anlegerschutzinstrument . . . . . 285
    - a) Anlegerschutz durch Transparenz als Leitbild der Kapitalmarktregulierung. . . . . 285

b) Diskussion über die Reichweite des verwirklichten Anlegerschutzes	286
c) Zunehmende Kritik am Informationsmodell und alternative Instrumente für den Anlegerschutz. . . . .	287
3. Publizitätsvorschriften als Instrument zur Stärkung eines nachhaltigen Finanzwesens (Sustainable Finance) . . . . .	288
IV. Entwicklung des Publizitätsregimes im europäischen Kapitalmarktrecht	290
V. Veröffentlichungsverfahren und Zugang zu vorgeschriebenen Informationen . . . . .	292
1. Entwicklung einheitlicher Vorgaben für den Zugang zu vorgeschriebenen Informationen . . . . .	293
a) Anforderungen an die Verbreitung vorgeschriebener Informationen	294
b) Amtlich bestelltes System für die zentrale Speicherung . . . . .	295
c) Umsetzung. . . . .	296
d) Europäisches elektronisches Zugangsportal und einheitlicher europäischer Zugangspunkt. . . . .	296
2. Fazit . . . . .	298
<b>§ 17 Prospektpublizität . . . . .</b>	<b>299</b>
I. Einführung . . . . .	300
II. Regelungskonzeption . . . . .	301
1. Veröffentlichungspflichten . . . . .	301
2. Flankierende Verhaltensregeln . . . . .	302
3. Rechtsquellen . . . . .	303
a) Europäische Regelungsebene . . . . .	303
b) Nationale Regelungsebene . . . . .	304
III. Prospektspflicht nach der Prospekt-VO . . . . .	305
1. Anwendungsbereich . . . . .	305
2. Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts . . . . .	306
a) Angebotsprospekt . . . . .	306
b) Zulassungsprospekt . . . . .	307
3. Prospektformen und -inhalt . . . . .	308
a) Ein- oder mehrteiliger Prospekt und Basisprospekt . . . . .	308
b) Erstellung, Inhalt und Aufmachung . . . . .	309
c) Aufbau . . . . .	312
aa) Zusammenfassung . . . . .	312
bb) Risikofaktoren . . . . .	313
d) Verweise (Incorporation-by-Reference) . . . . .	315
e) Sprache des Prospekts . . . . .	315
4. Prospektbilligung und Veröffentlichung . . . . .	316
a) Grundlagen . . . . .	316
b) Europäischer Pass . . . . .	317
c) Nachtrag . . . . .	318
5. Sonderregime . . . . .	318
IV. Prospektspflicht nach dem VermAnlG . . . . .	319
V. Aufsicht . . . . .	321

VI. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	321
VII. Prospekthaftung . . . . .	322
1. Unionsrechtliche Vorgaben . . . . .	322
2. Haftung wegen fehlerhaften Wertpapierprospekts . . . . .	324
a) Prospekt . . . . .	325
b) Prospektmangel (unrichtige/unvollständige Angaben) . . . . .	325
c) Anspruchsgegner (Prospektverantwortliche) . . . . .	328
d) Anspruchsinhaber . . . . .	329
e) Haftungsbegründende Kausalität. . . . .	329
f) Verschulden . . . . .	329
g) Sonstige Haftungsausschlüsse. . . . .	330
h) Rechtsfolgen . . . . .	332
3. Haftung wegen fehlenden Wertpapierprospekts . . . . .	333
4. Haftung wegen fehlerhaften Wertpapier-Informationsblatts . . . . .	333
5. Haftung wegen fehlerhaften und fehlenden Verkaufsprospekts . . . . .	334
6. Haftung wegen fehlerhaften oder fehlenden Vermögensanlagen- Informationsblatts . . . . .	335
VIII. Fazit . . . . .	335
<b>§ 18 Periodische Publizität . . . . .</b>	<b>337</b>
I. Einführung . . . . .	338
1. Entwicklung des periodischen Publizitätssystems . . . . .	338
2. Rechnungslegungsinformationen als Grundlage der Finanz- berichterstattung . . . . .	341
3. Die wachsende Bedeutung nichtfinanzieller Informationen für die Finanzberichterstattung . . . . .	343
a) Beginn nichtfinanzieller Berichterstattung zu Belangen des Umweltschutzes . . . . .	343
b) Weitere Entwicklungsimpulse durch Initiativen zur sozialen Verantwortung der Unternehmen. . . . .	344
c) Bevorstehende Anpassungen: Einbindung der nichtfinanziellen Berichterstattung in Maßnahmen für mehr Nachhaltigkeit im Finanzsektor (Sustainable Finance) . . . . .	346
d) Fazit . . . . .	348
II. Regelungskonzeption . . . . .	349
1. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	349
a) Der Finanzbericht als einheitlicher Berichtsstandard für die periodische Publizität . . . . .	349
b) Verknüpfung mit dem europäischen Bilanzrecht als Ausdruck einer dualistischen Regelungskonzeption. . . . .	350
c) Veröffentlichungsadressat . . . . .	351
2. Umsetzung . . . . .	352
III. Jahresfinanzbericht . . . . .	353
1. Überblick . . . . .	353
2. Rechnungslegungsinformationen . . . . .	354

a) Konzern- und Einzelabschluss . . . . .	354
b) Lagebericht und Konzernlagebericht . . . . .	356
c) Prüfung des Jahresfinanzberichts . . . . .	357
d) Einheitliches elektronischen Berichtsformat . . . . .	357
IV. Halbjahresfinanzbericht . . . . .	358
1. Überblick . . . . .	358
2. Rechnungslegungsinformationen . . . . .	358
a) Konzern- und Einzelabschluss . . . . .	358
b) Zwischenlagebericht . . . . .	359
c) Prüfung des Halbjahresfinanzberichts . . . . .	360
V. Quartalsweise Veröffentlichung von Finanzberichten . . . . .	360
1. Konzeption quartalsweiser Veröffentlichungspflichten nach der TD von 2004 . . . . .	361
a) Inhalt der Zwischenmitteilung der Geschäftsführung . . . . .	362
b) Quartalsfinanzberichte nach der TD von 2004 . . . . .	362
2. Konzeption für die Veröffentlichung häufigerer regelmäßiger Finanzinformationen nach der Reform von 2013 . . . . .	363
VI. Veröffentlichungsverfahren . . . . .	364
1. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	364
2. Umsetzung . . . . .	365
3. Ausblick: Zugang zu Finanzberichten über ein einheitliches, europäisches Zugangsportal . . . . .	366
VII. Überwachung der veröffentlichten Finanzinformationen (Enforcement) . . . . .	366
1. Zweistufiges Enforcement in Deutschland und Österreich . . . . .	368
2. Diskussion über die Wirksamkeit des deutschen Enforcement- verfahrens . . . . .	369
VIII. Sanktionen . . . . .	370
1. Zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Finanzberichterstattung . . . . .	370
2. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	371
IX. Fazit . . . . .	372
<b>§ 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen . . . . .</b>	<b>375</b>
I. Einführung . . . . .	377
1. Normzwecke . . . . .	377
2. Rechtstatsächliche Bedeutung . . . . .	381
3. Kapitalmarktempirie . . . . .	382
II. Regelungskonzeption . . . . .	383
1. Veröffentlichungspflichten nach Art. 17 MAR . . . . .	383
2. Flankierende Kapitalmarktpublizität . . . . .	384
a) Publizitätspflichten . . . . .	384
b) Freiwillige Kapitalmarktinformation . . . . .	385
3. Rechtsquellen . . . . .	385
a) Europäische Regelungsebene . . . . .	385
b) Nationale Regelungsebene . . . . .	386
III. Veröffentlichungspflicht gem. Art. 17 Abs. 1 MAR . . . . .	387

1. Emittenten von Finanzinstrumenten . . . . .	387
2. Publizitätspflichtige Informationen . . . . .	389
a) Grundlagen . . . . .	389
b) Unmittelbare Betroffenheit . . . . .	389
c) Kenntnis und Wissenszurechnung . . . . .	390
3. Keine Saldierung von Informationen . . . . .	391
4. Aufschiebung der Veröffentlichung gem. Art. 17 Abs. 4 MAR . . . . .	392
a) Grundlagen . . . . .	392
b) Berechtigte Interessen des Emittenten . . . . .	393
aa) Dogmatik . . . . .	394
bb) Fallgruppen . . . . .	395
c) Keine Irreführung der Öffentlichkeit. . . . .	396
d) Geheimhaltung . . . . .	397
e) Erfordernis einer Entscheidung des Emittenten . . . . .	398
5. Aufschiebung der Veröffentlichung gem. Art. 17 Abs. 5 MAR . . . . .	398
6. Rechtsfolgen . . . . .	399
a) Unverzügliche Mitteilung und Veröffentlichung . . . . .	399
b) Inhalt und Bekanntgabe der Ad-hoc-Mitteilung . . . . .	400
c) Verbot des Marketings in Ad-hoc-Mitteilungen . . . . .	401
IV. Veröffentlichungspflicht gem. Art. 17 Abs. 8 MAR . . . . .	401
1. Normzweck . . . . .	401
2. Voraussetzungen . . . . .	402
3. Rechtsfolgen . . . . .	402
V. Aufsicht . . . . .	402
VI. Sanktionen und zivilrechtliche Rechtsfolgen . . . . .	403
1. Verwaltungssanktionen . . . . .	403
a) Geldbußen . . . . .	403
b) Bekanntmachung des Verstoßes (Naming and Shaming) . . . . .	403
2. Strafrecht . . . . .	403
3. Schadensersatz . . . . .	404
a) Deutschland . . . . .	404
aa) Informationsdeliktshaftung (§ 826 BGB) . . . . .	405
bb) Kapitalmarktinformationshaftung (§§ 97, 98 WpHG) . . . . .	408
b) Österreich . . . . .	411
c) Vereinigtes Königreich . . . . .	412
VII. Fazit . . . . .	413
<b>§ 20 Beteiligungspublizität . . . . .</b>	<b>415</b>
I. Einführung . . . . .	417
1. Regelungszwecke . . . . .	417
2. Harmonisierungskonzepte . . . . .	420
3. Rechtstatsachen . . . . .	421
II. Grundlagen . . . . .	422
1. Überblick zu den Publizitätspflichten . . . . .	422
a) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der TD . . . . .	422

b) Flankierende Publizitätspflichten . . . . .	423
2. Rechtsquellen . . . . .	424
3. Auslegung . . . . .	424
III. Transparenz bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils . . . . .	425
1. Mitteilungspflichten . . . . .	425
a) Meldepflichtige . . . . .	426
b) Meldeschwellen . . . . .	426
c) Mitteilungspflichtige Vorgänge . . . . .	427
d) Keine Mitteilungspflicht wegen Nichtberücksichtigung von Stimmrechten . . . . .	428
2. Veröffentlichungspflichten . . . . .	428
a) Mitteilung . . . . .	428
b) Veröffentlichung . . . . .	428
3. Vertiefung: Zurechnung von Stimmrechten . . . . .	429
a) Konzernunternehmen gehörende Aktien . . . . .	430
b) Für Rechnung gehaltene Aktien . . . . .	431
c) Sicherungsüberrichtete Aktien . . . . .	432
d) Nießbrauch . . . . .	433
e) Erwerbsmöglichkeit durch Erklärung . . . . .	433
f) Anvertraute Aktien . . . . .	433
g) Zeitweilige Übertragung von Stimmrechten . . . . .	434
h) Verwahrte Aktien . . . . .	434
i) Kettenzurechnung . . . . .	434
j) Acting in Concert . . . . .	435
aa) Voraussetzungen . . . . .	436
bb) Rechtsfolgen . . . . .	437
IV. Transparenz von Finanzinstrumenten . . . . .	438
1. Grundlagen . . . . .	438
a) Regime der TD 2004 . . . . .	438
b) Defizite des Regimes der TD 2004 . . . . .	438
c) Reform der TD 2013 . . . . .	439
2. Mitteilungspflichten . . . . .	440
3. Mitteilung des Meldepflichtigen und Veröffentlichung durch Emittent . . . . .	444
V. Transparenz über Investorenabsichten . . . . .	445
1. USA-amerikanisches Regelungsvorbild . . . . .	445
2. Frankreich . . . . .	446
3. Deutschland . . . . .	446
VI. Aufsicht . . . . .	448
1. Unionsrechtliche Vorgaben . . . . .	448
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	449
VII. Sanktionen . . . . .	449
1. Verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	449
2. Rechtsverlust . . . . .	451
a) Nichterfüllung von Mitteilungspflichten gem. § 33 WpHG . . . . .	451
b) Nichterfüllung von Mitteilungspflichten gem. §§ 38, 39 WpHG . . . . .	453

3. Anlegerschutz durch Schadensersatz . . . . .	453
VIII. Fazit . . . . .	454
<b>§ 21 Directors' Dealings . . . . .</b>	<b>457</b>
I. Einführung . . . . .	458
II. Regelungskonzeption . . . . .	460
1. Überblick zu den Rechtsquellen . . . . .	460
2. Verhältnis zu den anderen Publizitätsvorschriften . . . . .	461
III. Publizitätspflichten . . . . .	461
1. Mitteilungspflichten . . . . .	461
a) Mitteilungspflichtige Personen . . . . .	461
b) Mitteilungspflichtige Geschäfte . . . . .	462
c) Inhalt der Meldung und Meldefrist . . . . .	463
2. Veröffentlichungspflicht . . . . .	464
IV. Handelsverbot (Closed Periods) . . . . .	464
V. Aufsicht und Sanktionen . . . . .	465
1. Vorgaben des MAR 2014-Regimes . . . . .	465
2. Gewinnabschöpfung . . . . .	466
3. Zivilrechtliche Rechtsfolgen . . . . .	467
VI. Fazit . . . . .	467
<b>§ 22 Corporate Governance und Aktionärsrechte . . . . .</b>	<b>469</b>
I. Einführung . . . . .	469
II. Corporate Governance . . . . .	470
1. Einführung . . . . .	470
2. Erklärung zur Unternehmensführung . . . . .	471
3. Sustainable Corporate Governance . . . . .	473
III. Aktionärsrechte . . . . .	474
1. Information über die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren . . . . .	475
a) Änderungen der Aktienrechte . . . . .	475
b) Informationen zur Ausübung von Rechten. . . . .	476
aa) Aktienrechte . . . . .	476
bb) Rechte aus Schuldtiteln . . . . .	477
2. Institutionelle Anleger . . . . .	477
3. Related Party-Transaktionen . . . . .	479
IV. Fazit . . . . .	480
<b>Fünftes Kapitel: Handelsaktivitäten . . . . .</b>	<b>481</b>
<b>§ 23 Grundlagen des Wertpapiererwerbs . . . . .</b>	<b>481</b>
I. Rechtsgrundlagen . . . . .	481
II. Verwahrung von Wertpapieren . . . . .	482
1. Verwahrer . . . . .	482

2. Sammelverwahrung . . . . .	483
III. Wertpapiererwerb und -abwicklung . . . . .	485
IV. Elektronische Wertpapiere . . . . .	486
<b>§ 24 Anlageziele . . . . .</b>	<b>489</b>
I. Grundlagen . . . . .	489
1. Rendite . . . . .	489
2. ESG-Anlage . . . . .	491
3. Anlage nach religiösen Gesichtspunkten . . . . .	492
II. Restriktionen . . . . .	492
1. Privatanleger . . . . .	492
2. Institutionelle Anleger . . . . .	494
<b>§ 25 Leerverkäufe und Credit Default Swaps . . . . .</b>	<b>497</b>
I. Einführung . . . . .	498
II. Begriffskonkretisierungen . . . . .	499
III. Regulierungsbedürfnis . . . . .	500
1. Gefahr der Marktmanipulation (Art. 12 MAR) . . . . .	501
a) Mögliche Begehungsvarianten . . . . .	501
b) Marktmanipulation durch „Leerverkaufs-Attacken“? . . . . .	502
2. Gefahr der Destabilisierung des Finanzmarktsystems . . . . .	503
IV. Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps . . . . .	504
1. Anwendungsbereich . . . . .	505
2. Vereinbarkeit mit europäischem Primärrecht . . . . .	506
3. Regulierung von Leerverkäufen . . . . .	506
a) Verbotstatbestände . . . . .	506
b) Transparenzpflichten . . . . .	508
4. Regulierung von Credit Default Swaps . . . . .	510
5. Befugnisse der ESMA und der nationalen Aufsichtsbehörden . . . . .	511
6. Sanktionen . . . . .	513
7. Der Fall <i>Wirecard</i> – ein Lehrstück zum Für und Wider der Leerverkaufsregulierung . . . . .	514
V. Fazit . . . . .	515
<b>Sechstes Kapitel: Informationsintermediäre . . . . .</b>	<b>517</b>
<b>§ 26 Finanzanalysten . . . . .</b>	<b>517</b>
I. Einführung . . . . .	518
II. Grundlagen der Finanzanalyse . . . . .	519
1. Typen von Finanzanalysten . . . . .	519
2. Methoden der Finanzanalyse . . . . .	520
III. Regelungskonzeption . . . . .	521

1. Regulierung des Marktverhaltens . . . . .	521
2. Organisatorische Anforderungen an Unternehmen . . . . .	523
IV. Anlageempfehlungen . . . . .	523
1. Regelungszwecke . . . . .	523
2. Begriff der Anlageempfehlung . . . . .	524
a) Überblick . . . . .	524
b) Sachlicher Anwendungsbereich . . . . .	524
c) Persönlicher Anwendungsbereich . . . . .	525
3. Pflichten zur objektiven Darstellung der Empfehlungen . . . . .	525
a) Allgemeine Anforderungen . . . . .	526
b) Zusätzliche Anforderungen für bestimmte Personen . . . . .	527
4. Offenlegungspflichten . . . . .	527
a) Identität des Erstellers . . . . .	528
b) Interessen und Interessenkonflikte . . . . .	528
aa) Allgemeine Bedingungen . . . . .	528
bb) Zusätzliche Bedingungen für bestimmte Personen . . . . .	529
cc) Zusätzliche Bedingungen für Wertpapierfirmen und Kreditinstitute . . . . .	530
5. Weitergabe der Empfehlungen eines Dritten . . . . .	531
6. Sanktionen . . . . .	531
a) Verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	531
b) Privatrechtliche Haftung . . . . .	531
V. Finanzanalyse als finanzielle Zuwendung . . . . .	532
VI. Fazit . . . . .	533
<b>§ 27 Ratingagenturen . . . . .</b>	<b>535</b>
I. Einführung . . . . .	536
1. Funktionen von Ratingagenturen . . . . .	536
2. Arten und Wirkungen eines Ratings . . . . .	537
3. Marktstruktur und Vergütungsmodelle . . . . .	538
4. Entwicklung der Regulierung in Europa . . . . .	539
5. Rechtsquellen . . . . .	540
II. Anwendungsbereich und Ziele der europäischen Regulierung . . . . .	542
1. Grundlagen . . . . .	542
2. Gegenstand und Zweck der Regulierung . . . . .	542
3. Geltungsbereich . . . . .	543
4. Begriffe . . . . .	543
III. Regulierungsstrategien . . . . .	545
1. Überblick . . . . .	545
2. Vermeidung von Interessenkonflikten . . . . .	545
a) Unabhängigkeit der Ratingagentur . . . . .	545
b) Am Rating beteiligte Personen . . . . .	548
3. Verbesserung der Qualität der Ratings . . . . .	549
4. Publizitätspflichten . . . . .	550
a) Bekanntgabe und Präsentation von Ratings . . . . .	550

b) Transparenzbericht . . . . .	551
5. Registrierung . . . . .	551
6. Die Problematik der sog. Over-Reliance . . . . .	552
IV. Aufsicht und Sanktionen . . . . .	554
1. Grundlagen . . . . .	554
2. Verfahren . . . . .	554
3. Aufsichtsmaßnahmen und -sanktionen (Geldbußen) . . . . .	555
4. Strafrechtliche Maßnahmen . . . . .	556
V. Zivilrechtliche Haftung . . . . .	556
1. Praktische Bedeutung . . . . .	556
2. Haftungsverhältnisse und Anspruchsgrundlagen . . . . .	557
3. Anspruchsgrundlagen des europäischen Rechts . . . . .	558
VI. Fazit . . . . .	560
<b>§ 28 Stimmrechtsberater . . . . .</b>	<b>563</b>
I. Einführung . . . . .	563
II. Regelungskonzepte . . . . .	564
1. Transparenz . . . . .	565
2. Privatrechtliche Haftung . . . . .	566
3. Public Enforcement . . . . .	566
III. Fazit . . . . .	567
<b>Siebtens Kapitel: Wertpapierdienstleistungsunternehmen . . . . .</b>	<b>569</b>
<b>§ 29 Grundlagen . . . . .</b>	<b>569</b>
I. Einführung . . . . .	569
II. Rechtsrahmen . . . . .	570
1. Aufsichtsrecht . . . . .	570
2. Mechanismen der Rechtsdurchsetzung . . . . .	571
<b>§ 30 Wertpapierdienstleistungen . . . . .</b>	<b>573</b>
I. Einführung . . . . .	573
II. Regelungskonzeption des MiFID II-Regimes . . . . .	574
1. Überblick . . . . .	574
2. Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDU) . . . . .	574
3. Marktbetreiber (geregelter Markt) . . . . .	576
4. Aufsicht und Sanktionen . . . . .	576
III. Allgemeine Wohlverhaltensregeln . . . . .	577
1. Sorgfaltspflichten . . . . .	577
2. Pflichten bei Interessenkonflikten . . . . .	578
IV. Produktfreigabeverfahren (Produkt Governance) . . . . .	580
1. Überblick . . . . .	580
2. Anwendungsbereich . . . . .	580

3. Hersteller . . . . .	581
4. Vertriebsunternehmen . . . . .	582
V. Anlageberatung . . . . .	583
1. Begriff . . . . .	583
2. Aufsichtsrechtliche Pflichten . . . . .	585
a) Exploration . . . . .	585
b) Information . . . . .	586
c) Beurteilung der Geeignetheit der Anlage. . . . .	587
d) Execution-Only . . . . .	588
3. Zivilrechtliche Pflichten . . . . .	588
a) Vertragliche Ansprüche . . . . .	589
b) Deliktische Ansprüche . . . . .	592
VI. Vermögensverwaltung . . . . .	593
1. Begriff . . . . .	593
2. Aufsichtsrechtliche Pflichten . . . . .	594
3. Zivilrechtliche Pflichten . . . . .	595
VII. Fazit . . . . .	596
<b>§ 31 Produktintervention . . . . .</b>	<b>597</b>
I. Einführung . . . . .	597
II. Rechtsquellen . . . . .	598
III. Produktintervention gem. Art. 42 MiFIR . . . . .	599
1. Voraussetzungen . . . . .	599
2. Rechtsfolgen . . . . .	600
IV. Fazit . . . . .	601
<b>§ 32 Grundlagen der Compliance . . . . .</b>	<b>603</b>
I. Begriff der Compliance . . . . .	604
II. Verhältnis zum Risikomanagement und den übrigen internen Kontrollsystemen . . . . .	605
1. Compliance und Risikomanagement als einheitliche Organisationsaufgabe . . . . .	605
2. Modell der drei Verteidigungslinien . . . . .	606
III. Entwicklung und Rechtsgrundlagen . . . . .	607
<b>§ 33 Organisatorische Anforderungen . . . . .</b>	<b>611</b>
I. Regelungskonzeption des Unionsrechts . . . . .	613
1. Überblick . . . . .	613
2. Regelungszugriff: Prinzipien-orientierte Regulierung . . . . .	614
3. Regelungszweck . . . . .	616
II. Umsetzung der Regelungsvorgaben . . . . .	617
III. Zielvorgabe und Organisationsmaßstab . . . . .	618
1. Minimierung von Compliance-Risiken . . . . .	618
2. Reichweite der Compliance-Pflicht . . . . .	619
IV. Bestandteile der Compliance-Organisation . . . . .	620

1. Compliance-Funktion . . . . .	620
a) Anforderungen . . . . .	621
aa) Unabhängigkeit . . . . .	621
(1) Operationelle und finanzielle Unabhängigkeit . . . . .	621
(2) Organisatorische Unabhängigkeit . . . . .	623
bb) Dauerhaftigkeit und Wirksamkeit . . . . .	625
b) Aufgaben. . . . .	625
aa) Überwachungs- und Bewertungsfunktion . . . . .	625
bb) Beratungs- und Unterstützungsfunktion . . . . .	626
2. Compliance-Beauftragter . . . . .	627
a) Benennung . . . . .	628
aa) Registrierungs- und Qualifikationsanforderungen . . . . .	628
bb) Benennung von Geschäftsleitern als Compliance-Beauftragte . . . . .	628
b) Rechtsstellung . . . . .	629
aa) Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsleitung . . . . .	629
bb) Disziplinarische Unabhängigkeit und Kündigungsschutz . . . . .	631
c) Aufgaben und Befugnisse . . . . .	631
aa) Informations- und Weisungsbefugnisse . . . . .	631
bb) Compliance-Berichterstattung . . . . .	633
(1) Internes Reporting . . . . .	633
(2) Externes Reporting . . . . .	634
3. Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen („Chinese Walls“) . . . . .	635
a) Rechtsgrundlagen . . . . .	636
b) Bestandteile . . . . .	637
aa) Abgrenzung von Vertraulichkeitsbereichen . . . . .	637
bb) Beobachtungs- und Sperrlisten . . . . .	639
c) Rechtswirkungen . . . . .	640
V. Sanktionen . . . . .	641
1. Sanktionen gegen die Wertpapierfirma . . . . .	642
2. Sanktionen gegen die Geschäftsleitung und den Compliance-Beauftragten . . . . .	644
VI. Fazit . . . . .	645
<b>§ 34 Governance . . . . .</b>	<b>647</b>
I. Einführung . . . . .	648
II. Regelungskonzepte . . . . .	650
1. Traditioneller Regelungsansatz . . . . .	651
2. Besonderheiten der Governance von Banken und Wertpapierfirmen . . . . .	652
3. Governance-basierte-Regulierung . . . . .	653
III. Regulatorische Rahmenvorgaben . . . . .	653
1. Übersicht . . . . .	653
2. Struktur und Zusammensetzung der Leitungsorgane . . . . .	656
a) Monistische vs. dualistische Board-Strukturen . . . . .	656
b) Funktionstrennung; Bildung von Ausschüssen. . . . .	657
aa) Trennung des Geschäftsführers und des Vorsitzenden	

- des Leitungsorgans . . . . . 657
    - bb) Ausschussbildung . . . . . 657
    - cc) Unabhängige Aufsichtsratsmitglieder . . . . . 659
    - dd) Diversität . . . . . 661
  - 3. Persönliche und kollektive Anforderungen an die Leitungsorgane . . . . . 661
    - a) Zeitliche Verfügbarkeit und Mandatsbegrenzungen . . . . . 661
    - b) Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen . . . . . 663
      - c) Kollektive Eignung . . . . . 664
    - d) Qualifikation und Zuverlässigkeit von Inhabern von Schlüsselpositionen (Key Function Holders) . . . . . 665
  - 4. Aufgaben und Pflichten der Leitungsorgane . . . . . 665
  - 5. Überprüfung der Eignung der Leitungsorgane sowie Inhaber von Schlüsselpositionen . . . . . 666
    - a) Unternehmensinterne Prüfung . . . . . 667
    - b) Prüfung durch die zuständigen Behörden . . . . . 667
- IV. Sanktionen . . . . . 668
  - 1. Administrative Sanktionen . . . . . 668
  - 2. Zivilrechtliche Sanktionen . . . . . 669
- V. Fazit . . . . . 670

**Achtes Kapitel: Regulierung von Benchmarks . . . . . 671**

**§ 35 Grundlagen . . . . . 671**

- I. Einführung . . . . . 671
- II. Rechtstatsächlicher Hintergrund und Regelungsinitiativen . . . . . 673
- III. Funktionen von Benchmarks . . . . . 675

**§ 36 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen . . . . . 677**

- I. Benchmark-VO: Grundlagen und Regelungskonzepte . . . . . 677
  - 1. Aufbau und Zielsetzung . . . . . 677
  - 2. Anwendungsbereich und Definitionsvorschriften . . . . . 678
  - 3. Regelungssystematik . . . . . 679
    - a) Kritische, signifikante und sonstige Referenzwerte . . . . . 680
      - aa) Definitionen . . . . . 680
      - bb) Anwendbare Vorschriften . . . . . 681
    - b) Sektorspezifische Vorgaben . . . . . 681
    - c) Überblick über das Regelungssystem . . . . . 681
- II. Auffächerung des Pflichtenprogramms . . . . . 682
  - 1. Governance-Anforderungen des Benchmark-Administrators . . . . . 682
  - 2. Eingangsdaten und Berechnungsmethodik . . . . . 684
  - 3. Governance-Anforderungen der Kontributoren . . . . . 686
  - 4. Anlegerschutz . . . . . 687
  - 5. Besondere Anforderungen an EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel . . . . . 688

6. Ersetzung von Referenzwerten durch Unionsrecht . . . . .	689
7. Beschränkungen der „Verwendung“ von Referenzwerten sowie Drittstaaten-Regime . . . . .	689
III. Zulassung, Aufsicht und Sanktionen . . . . .	690
1. Zulassungs- bzw. Registrierungspflicht . . . . .	691
2. Aufsichts- und Sanktionskompetenzen . . . . .	691
a) Aufsichts- und Sanktionskompetenzen der nationalen Aufsichtsbehörden . . . . .	691
b) Rolle der ESMA . . . . .	692
3. Zivilrechtliche Haftung . . . . .	693
IV. Fazit . . . . .	694

**Neuntes Kapitel: Öffentliche Unternehmensübernahmen . . . . . 699**

**§ 37 Grundlagen . . . . . 699**

I. Einführung . . . . .	700
II. Regelungszwecke . . . . .	701
III. Regelungsinhalt des WpÜG . . . . .	701
1. Überblick . . . . .	701
2. Anwendungsbereich . . . . .	702
IV. Aufsicht und Sanktionen . . . . .	703
1. Aufsicht . . . . .	703
2. Sanktionen . . . . .	704
V. Angebotsarten . . . . .	704
1. Einfache Erwerbsangebote . . . . .	704
2. Übernahmeangebote . . . . .	705
3. Pflichtangebote . . . . .	706
4. Europäische Angebote . . . . .	706
VI. Publizität der Abwehrstrukturen und -mechanismen . . . . .	706
1. Zusammensetzung des Kapitals . . . . .	707
2. Beschränkungen bezüglich der Übertragung der Aktien . . . . .	707
3. Bedeutende Beteiligungen . . . . .	708
4. Inhaber von Sonderrechten . . . . .	708
5. Stimmrechtskontrolle bei Mitarbeiterbeteiligungen . . . . .	709
6. Beschränkungen von Stimmrechten . . . . .	709
7. Gesellschaftervereinbarungen . . . . .	709
8. Bestimmungen über Bestellung und Abberufung von Geschäftsleitern . . . . .	710
9. Ausgabe und Rückkauf eigener Aktien . . . . .	710
10. Change of Control-Klauseln . . . . .	710
11. Entschädigungsvereinbarungen . . . . .	711

**§ 38 Verfahren einer öffentlichen Übernahme . . . . . 713**

I. Einführung . . . . .	713
II. Veröffentlichung der Angebotsentscheidung . . . . .	714

III. Veröffentlichung der Angebotsunterlage . . . . .	715
1. Übermittlung der Angebotsunterlage . . . . .	715
2. Gegenleistung . . . . .	716
3. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat . . . . .	717
IV. Annahme und Vollzug . . . . .	717
1. Ablauf . . . . .	717
2. Schutz vor einer Umgehung der Preisregeln . . . . .	718
V. Ausschluss und Austritt von Minderheitsaktionären nach Übernahme . . . . .	719
1. Ausschluss . . . . .	719
2. Andienungsrecht . . . . .	720
<b>§ 39 Pflichtangebot . . . . .</b>	<b>723</b>
I. Einführung . . . . .	723
II. Voraussetzungen . . . . .	725
1. Begriff der Kontrolle . . . . .	725
2. Stimmrechtszurechnung . . . . .	727
a) Konzernzurechnung. . . . .	728
b) Für Rechnung des Bieters gehaltene Aktien . . . . .	728
c) Sicherheitsübereignete Aktien. . . . .	728
d) Nießbrauch . . . . .	729
e) Erwerb durch Willenserklärung . . . . .	729
f) Anvertraute Aktien . . . . .	729
g) Acting in Concert . . . . .	730
h) Weitere Tatbestände . . . . .	732
III. Rechtsfolgen . . . . .	733
IV. Sanktionen . . . . .	733
<b>§ 40 Verhaltenspflichten . . . . .</b>	<b>737</b>
I. Vereitelungsverbot . . . . .	737
1. Grundsatz . . . . .	737
2. Ausnahmen (pflichtgemäße Handlungen) . . . . .	738
a) Handlungen eines gewissenhaften Geschäftsleiters . . . . .	738
b) Suche nach einem konkurrierenden Angebot. . . . .	739
c) Handlungen mit Zustimmung des Aufsichtsrats . . . . .	740
d) Ermächtigung zur Vornahme von Handlungen . . . . .	740
3. Einzelfälle . . . . .	740
a) Vinkulierung von Aktien . . . . .	741
b) Erwerb eigener Aktien . . . . .	741
c) Ausgabe eigener Aktien unter Bezugsrechtsausschluss . . . . .	742
d) Einräumung hoher Abfindungen . . . . .	743
e) Staggered Boards . . . . .	743
f) Erhöhte Quoren für Hauptversammlungsbeschlüsse . . . . .	743
g) Change of Control-Klauseln . . . . .	744
h) Asset-Lock-up-Vereinbarungen. . . . .	744
i) Crown Jewels Defense. . . . .	745

j) Pac Man Defense. . . . .	745
II. Europäische Regeln . . . . .	745
1. Entscheidung der Zielgesellschaft über eine Anwendung europäischer Regeln . . . . .	745
2. Vorbehalt der Gegenseitigkeit . . . . .	746
3. Bewertung . . . . .	747
<b>Verzeichnis der Rechtsquellen (Ländersortierung) . . . . .</b>	<b>749</b>
<b>Übersicht zu den im Buch behandelten Aufsichts- und Gerichtsentscheidungen . . . . .</b>	<b>754</b>
<b>Sachverzeichnis . . . . .</b>	<b>757</b>



## Abkürzungsverzeichnis

A. A.	anderer Ansicht
AB	Aktiebolag
abgedr.	abgedruckt
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch
Abl.	Amtsblatt
ABL	Aktiebolagslag
Abs./ Abs	Absatz
AC	Appeal Cases (Law Reports)
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ADR	American Depositary Receipt
ADTD	Richtlinie zur Änderung der Transparenzrichtlinie
a. F.	alte Fassung
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft/ Die Aktiengesellschaft – Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapi- talmarktrecht
AIFM	Alternative Investment Fund Managers Directive (Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds)
AIM	Alternative Investment Market
AktG	Aktiengesetz
All ER	All England Law Reports
a. M.	am Main
Am. Bus. Law J.	American Business Law Journal
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMF	Autorité des marchés financiers
Analisi giur. Ec.	Analisi Giuridica dell'Economia
Anh.	Anhang
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AO	Abgabenordnung
APER	Code of Practice of Approved Persons
APM	Alternative Performance Measures
APRR	Autoroutes Paris-Rhin-Rhône
ÅRL	Årsredovisningslag
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art.	Artikel
ASB	Accounting Standards Board
Aufl.	Auflage
avr.	avril
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für Kreditwesen
Banca Borsa tit. Cred.	Banca, borsa e titoli di credito
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen

BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater
BBC	British Broadcasting Corporation
Bd.	Band
Begr.	Begründung
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel
Beteiligungstrans- parenz-RL	Richtlinie über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichen Informationen
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt.	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BoA	Board of Supervisors
BörseG	Börsengesetz
Börsenzulassungs-RL	Börsenzulassungsrichtlinie
Börsenzulassungs- prospekt-RL	Richtlinie 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
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsZulVO	Börsenzulassungs-Verordnung
BR	Benchmark-Verordnung
BrB	Brottsbalk
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
BSK	Börsensachverständigenkommission
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
Bull. Civ.	Bulletin civil
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse
BuM	Beton- und Monierbau AG
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
<i>c/</i>	<i>contre</i>
CA/C.A.	Cour d'appel
CAC	Cotation assistée en continu
Cal. L. Rev.	California Law Review
CAR	Contemporary Accounting Research
Chapt.	Chapter
CASS	Client Asset Sourcebook
Cass. Com.	Cour de cassation, chambre commerciale
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
Cc	code civil
CC	Código Civil
C. com.	Code de commerce
CCP	Central Counterparty (Zentrale Gegenpartei)

CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDS	Credit Default Swaps
CEO	chief executive officer
CEPR	Centre for Economic Policy Research Policy Insight
cert. denied	Certiorari Denied
CESR	Committee of European Securities Regulators
CESR-Empfehlung	Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators
CFO	Chief Financial Officer
ch.	chambre
ChD	Chancery Division (Law Reports)
Cir.	Circuit
CJA	Criminal Justice Act
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CMLRev.	Common Market Law Review
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Co.	Compagnie
COB	Commission des opérations de bourse
COBS	Conduct of Business Sourcebook
CoCOs	Contingent Convertible Bonds (umgekehrte Wandelanleihen)
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Rev.
Colum. J. Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law
Consob	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CP	Código Penal
CRAR-I; CRAR-II, CRAR-III	Verordnungen über Ratingagenturen
CRD IV	Capital Requirements Directive IV (Eigenkapital-Richtlinie IV)
CRIM-MAD	Marktmissbrauchs-Sanktionsrichtlinie
CRR	Capital Requirements Regulation (Kapitaladäquanz-Verordnung)
CSC	Carr Sheppards Crosthwaite Ltd.
CSDR	Central Securities Depositories Regulation (Zentralverwahrer-Verordnung)
CSRD	Corporate Social Responsibility Directive (CSR-Richtlinie)
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DEPP	Decision Procedure and Penalties
ders.	derselbe
Dez	Dezember
Die Bank	die bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis
DiskE	Diskussionsentwurf
DL	decreto-legge
D.Lgs/ d. leg.	Decreto legislativo
DLT	Distributed Ledger Technology
DM	Deutsche Mark
DNA	Deoxyribonucleic
Dok.	Dokument
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung

Dr. soc.	Droit de sociétés
DRS	Deutsche Rechnungslegungsstandards
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee e. V.
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DTR	Disclosure and Transparency Rules
Durchführungs-RL	Durchführungs-Richtlinie
EAG	Europäische Atomgemeinschaft
EBA	Europäische Bankaufsichtsbehörde
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
EC	European Community
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECL	European Company Law
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
ECSPR	European Crowdfunding Service Provider Regulation (Verordnung über Schwarmfinanzierungsdienstleister)
ECV	Emittenten-Compliance-Verordnung
Ed.	Editor(s)
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EFSF	Europäisches System für die Finanzaufsicht
EFTA	European Free Trade Association
EG	Europäische Gemeinschaft
EGESC	Expert Group of the European Securities Committee (Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte)
EGKS	Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGV bzw. EG-Vertrag	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EHA	Ministerio de Economía y Hacienda
Eidg.	Eidgenössisch
Einl.	Einleitung
EIOPA	Europäische Versicherungsaufsichtsbehörde
EMIR	European Market Infrastructure Regulation (Verordnung über eine neue Finanzmarktarchitektur)
endg.	endgültig
EOB	execution-only-business
ERT	Europarättlig Tidskrift
ESAP	European Single Access Point
ESC	European Securities Committee (Europäischer Wertpapierausschuss)
ESFS	Europäische System für die Finanzaufsicht
ESMA	Europäische Aufsichtsbehörde für den Wertpapierhandel
ESMA-VO	Verordnung zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde
ESME	Expertengruppe „Europäische Wertpapiermärkte“
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
et al.	et altera
etc.	et cetera (und so weiter)
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof

EU-Organe	Organe der Europäischen Union
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EU-Sprachen	Amtssprachen der Europäischen Union
EUV;	
EU-Vertrag	Vertrag über die Europäische Union
EU-Wirtschaftsrecht	Wirtschaftsrecht der Europäischen Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWCA Crim	England and Wales Court of Appeal Criminal
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWG-Kommission	Kommission der Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
eWpG	Gesetz über elektronische Wertpapiere
EWK	Europäischen Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EZB	Europäische Zentralbank
EzU	Erklärung zur Unternehmensführung
f.; ff.	folgende
FCA	Financial Conduct Authority
FCA Handbook	Handbook of Rules and Guidance der FCA
Feb	Februar
Feb.	February
FESCO	Forum of European Securities Commission
FFFS	författningssamling
FG	Festgabe
FI	Finansinspektionen
Fin. Analysts J.	Financial analysts journal
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde
FMABG	Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz
FMG	Financial Markets Group
Fn.	Fußnote
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority (siehe auch: FCA)
FSAP	Financial Services Action Plan
FSMA	Financial Services and Markets Act
FSMT	Financial Services and Markets Tribunal
FTD	Financial Times Deutschland
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GBP	Great Britain Pound
gem.	gemäß
GesRZ	Der Gesellschafter
GG	Grundgesetz
G.L.J.	German Law Journal
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GRC	Governance, Risk-Management und Compliance
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Halbjahresberichts- RL	Halbjahresberichtsrichtlinie
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HM Treasury	Her Majesty's Treasury
Hrsg.	Herausgeber
IAS/IFRS-VO	Verordnung betreffend die Anwendung internationaler Rechnungs- legungsstandards
IAS	International Accounting Standards
ICO	Initial Coin Offering
i. d. F.	In der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFD	Investment Firm Directive
IFLR	International Financial Law Review
IFR	Investment Firm Regulation
IFRS	International Financial Reporting Standards
IIMG	Inter-Institutional Monitoring Group
IKB	IKB Deutsche Industriebank AG
IMFS	Institute for Monetary and Financial Stability
Insider-RL	Insider-Richtlinie
Int'l J. Discl. & Gov.	International Journal of Disclosure and Governance
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IT	Informationstechnik
i. V. m.	in Verbindung mit
Jan	Januar
janv.	janvier
J. Acc., Aud. Finance	Journal of Accounting, Auditing and Finance
J. Acc. Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Acc. Res.	Journal of Accounting Research
J. Bus.	Journal of Business
J. Exp. Psych., Hum. Perception & Performance	Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Reg. & Comp.	Journal of Financial Regulation and Compliance
JIBFL	Journal of International Banking and Financial Law
J.I.B.L.R.	Journal of international banking law and regulation
J Int Bank Law	Journal of International Banking Law
J. Invest. Comp.	Journal of Investment Compliance
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
juill.	juillet
JuS	Juristische Schulung
JT	Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet
JZ	Juristenzeitung
Kapitalmarkt- publizitäts-RL	Kapitalmarktpublizitäts-Richtlinie
KapInHaG	Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz

KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten
KG	Kommanditgesellschaft
KID	Key Investor Document
KMG	Kapitalmarktgesetz
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KOM	Kommission
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
KuMaKV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
L. & Pol'y Int'l Bus.	Law and Policy in International Business
Law & Hum Beh.	Law and Human Behavior Law
Law & Soc'y Rev.	Law and Society Review
Lewis & Clark L. Rev.	Lewis & Clark Law Review
LG	Landgericht
LHF	Lag om handel med finansiella instrument
lit.	Litera (Buchstabe)
Lit.	Literatur
LLP	Limited Liability Partnership
LMV	Ley del Mercado de Valores
LR	Listing Rules
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSE	London Stock Exchange
LVM	Lag om värdepappersmarknaden
MAD 2003	Market Abuse Directive (Marktmissbrauchs-Richtlinie)
MaComp	Mindestanforderungen an Compliance
MAR	Code of Market Conduct
MAR	Market Abusive Regulation (Marktmissbrauchs-Verordnung)
MDax	Mid-Cap- Deutscher Aktienindex
MiCA	Markets in Crypto Assets Regulation
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Mich. YBI Legal Stud.	Michigan Yearbook of International Legal Studies
MIF	Marchés d'Instruments Financiers
MiFID-I; MiFID-II	Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente)
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation (Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente)
MoU	memoranda of understanding
MTF	Multilateral Trading Facility
MTN	Medium Term Notes
MVSV	Mindestinhalts-, Veröffentlichungs- und Sprachenverordnung
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
M&A	Mergers and Acquisitions
n.	numero
n°	numéro
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NBER	National Bureau of Economic Research

n. F.	neue Fassung
NFRD	Non Financial Reporting Directive
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No./no	numero/number
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
Nov	November
nov.	novembre
Nr./Nr	Nummer
NV	naamloze vennootschap
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
N. Y. L. Sch. L. Rev.	New York Law School Law Review
N. Y. U. L. Rev.	New York University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
öAktG	österreichisches Aktiengesetz
ÖBA	Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
oct.	octobre
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
Okt	Oktober
OLG	Oberlandesgericht
OMX	Aktiebolaget Optionsmäklarna
oN	Ohne Namen
OPA	Oferta pública de adquisición/ Offre publique d'achat
OPE	offre publique d'échange
Organisations-RL	Durchführungsrichtlinie in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie
OTC	Over the counter (außerbörslicher Handel)
OTF	Organised Trade Facility (Organisiertes Handelssystem)
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
ÖZW	Österreichische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
PD	Prospectus Directive (Prospekt-Richtlinie)
PDG	Président-directeur général
PDMR	Person discharging managerial responsibilities within an issuer
plc.	public liability company
PR	Prospectus Rules
PRIN	Principles for Businesses
PRIIIPS	Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Prop.	Regerings proposition
PR	Prospectus Regulation (Prospekt-Verordnung)
Prospekt-VO	Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG
PS	Policy Statements
Q.J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RD	Real Decreto
RDBF	Revue de droit bancaire et financier

RDBB	Revista de Derecho bancario y bursátil
RDC	Regulatory Decisions Committee
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RdS	Revista de Derecho Social
RE	Regolamento Emittenti
Reg.	Regulation
RegE [Begr. RegE]	Regierungsentwurf
Rev. Fin. Studies	Review of Financial Studies
Rev. soc.	Revue des sociétés
RG AMF	Règlement général Autorité des marchés financiers
RiL	Richtlinie
RINGA	relevant information not generally available
RIS	Regulated Information Service
Riv. Dir. Civ.	Rivista di diritto civile
Riv. soc.	Rivista delle società
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
RMV	Revista de derecho del mercado de valores
Rn.	Randnummer(n)
RNS	Regulatory News Service
RRM	Reglamento del Registro Mercantil
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
RTDcom.	La Revue trimestrielle de droit commercial
RTDF	La Revue trimestrielle de droit financier
S.	Seite
SA	Société Anonyme
Sanct.	Sanction
SDAX	Small-Cap-Deutscher Aktienindex
SE	Societas Europaea
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
sect.	section
SEK	Schwedische Krone
Sept	September
SETS	Stock Exchange Electronic Trading Service
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation (Offenlegungs-Verordnung)
SFTaxR	Sustainable Finance Taxonomy Regulation (Taxonomie-Verordnung)
SFTR	Securities Financing Transactions Regulation Wertpapierfinanzierungsgeschäfte-Verordnung
SFS	Svensk författningssamling
SI	Statutory Instruments
Siebte-RL	Siebte Richtlinie
SIM	Società di Intermediazione Mobiliare
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannt
SOU	Statens offentliga utredningar
S.p.A.	Società per azioni

SR	Securitisation Regulation (Verbriefungs-Verordnung)
SRD II	Aktionärsrechte-Richtlinie IISSRN Social Science Research Network
SSR	Shirt Selling Regulation (Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps)
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
std.	ständige
StGB	Strafgesetzbuch
SUP	Supervision
SvJT	Svensk Juristtidning
SYSC	Senior Management Arrangements, Systems and Controls
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TCI	The Children's Investment Fund Management
T. corr.	Tribunal correctionnel
TD	Transparency Directive (Transparenz-Richtlinie)
TecDAX	Technologie-Werte Deutscher Aktienindex
TGI	Tribunal de grande instance
TOD	Takeover Directive (Übernahme-Richtlinie)
TUF	Testo Unico della Finanza
TUG	Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz
u.	und
u. a.	und andere
ÜbG	Übernahmegesetz
U Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
UK/U.K.	United Kingdom
Unterabs.	Unterabsatz
Pa. J. Bus. & Emp. L.	University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U.S./US	United States
USA	United States of America
USD	US-Dollar
UWG	Unlauterer-Wettbewerbs-Gesetz
v	versus
v.	vom
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
verb.	verbunden
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
Vierte-RL	Vierte Richtlinie
Vgl.	vergleiche
VMV	Veröffentlichungs- und Meldeverordnung
VO	Verordnung
Vol.	Volume
Vorb.	Vorbemerkung(en)
VW	Volkswagen AG
WA	Wertpapieraufsicht
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz

Wash. U.L. Q.	Washington University Law Quarterly
Wertpapierdienstleistungs-RL	Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz
WpDU	Wertpapierdienstleistungsunternehmen
WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpHG-E	Gesetzesentwurf zum WpHG
WMF	WMF Württembergische Metallwarenfabrik AG
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und -übernahmegesetz
WpÜG-Angebotsverordnung	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
WSB	Wertpapiersammelbank
XETRA	Exchange Electronic Trading
Yale Law J.	Yale Law Journal
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
z.B.	zum Beispiel
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEuS	Zeitschrift für europarechtliche Studien
Zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfV	Zeitschrift für Verwaltung
ZgesKredW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer(n)
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJapanR	Zeitschrift für Japanisches Recht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
Zweite-RL	Zweite Richtlinie
Zwischenberichts-RL	Richtlinie über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind



## Bibliographie

- Afrell, Lars/Klabr, Håkan/Samuelsson, Per*, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2. Auflage, 1998.
- Andersson, Sten/Johansson, Svante/Skog, Rolf*, Aktiebolagslagen. En kommentar på Internet, 2009.
- Annunziata, Filippo*, La disciplina del mercato mobiliare, 10. Auflage, 2020.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O.* (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, Kommentar, 7. Auflage, 2019.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A./Buck-Heeb, Petra* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage, 2020.
- Baetge, Jörg/Kirsch, Hans-Jürgen/Thiele, Stefan*, Bilanzen, 15. Auflage, 2019.
- Bagge, James/Evans, Charles/Stephens, Katie* (Hrsg.), Financial Services Decision Digest: FSA Final Notices and FSMT Decisions, 2007.
- Baumbach, Adolf/Hopt, Klaus J.*, Handelsgesetzbuch, Kommentar, 40. Auflage 2021.
- Baums, Theodor/Thoma, Georg F.* (Hrsg.), Kommentar zum WpÜG, Stand: August 2012.
- Beckman, Mats/Jansson, Gent/Wallin-Norman, Karin/Wendleby, Björn*, Lagarna på värdepappersområdet. En kommentar till insiderstrafflagen m. fl. Lagar, 2002.
- Bergmann, Cecilia/Bogdan, Michael/Eriksson, Anders*, Karnov Lagkommentar på Internet, Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 2013.
- Bieber, Roland/Epiney, Astrid/Haag, Marcel*, Die Europäische Union, 14. Auflage, 2020.
- Binder, Jens-Hinrich*, in: Grundmann (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Band 2 (Investmentbanking), 7. Teil: Organisationsanforderungen an Marktteilnehmer und Marktinfrastruktur, 2020.
- Birds, John/Boyle, A. J.*, Boyle & Birds' Company Law, 10. Auflage, 2019.
- Blair, Michael* (Hrsg.), Annotated Guide to the Financial Services and Markets Act 2000, 2. Auflage, 2005.
- Blair, Michael* (Hrsg.), Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets Act 2000, 2. Auflage, 2010.
- Blair, Michael/Walker, George/Purves, Robert* (Hrsg.), Financial Services Law, 4. Auflage, 2018.
- Bonneau, Thierry/Drummond, France*, Droit des marchés financiers, 3. Auflage, 2010.
- Brandl, Ernst/Saria, Gerhard* (Hrsg.), Praxiskommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz, 2. Auflage, 2010.
- Brealey, Richard/Myers, Stewart/Allen, Franklin*, Principles of Corporate Finance, 13. Auflage 2019.
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020.
- Callies, Christian/Ruffert, Matthias* (Hrsg.), EUV/AEU, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta – Kommentar, 5. Auflage, 2016.
- Campbell, Dennis* (Hrsg.), International Securities Law and Regulation, 2. Auflage, 2015.
- Carlson, Laura*, Fundamentals of Swedish Law, 2. Auflage, 2012.
- Claussen, Carsten P.*, Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage, 2014.
- Claussen, Carsten P./Scherrer, Gerhard*, Kölner Kommentar zum Rechnungslegungsrecht (§§ 238–342e HGB), 2010.
- Coffee, Jr., John C./Seligman, Joel*, Securities Regulation, 9. Auflage, 2003.
- Conac, Pierre-Henri/Gelter, Martin* (Hrsg.), Global Securities Litigation and Enforcement, 2019.

- Costi, Renzo*, Il mercato mobiliare, 11. Auflage, 2018.
- Couret, Alain et al.*, Droit financier, 3. Auflage, 2019.
- Cox, James D./Hazen, Thomas L.*, Corporations, 2. Auflage, 2003.
- Dausers, Manfred A.* (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Stand: Februar 2021.
- Davies, Paul L./Worthington, Sarah*, Gower: Principles of Modern Company Law, 11. Auflage, 2021.
- Edwards, Vanessa*, EC Company Law, 1999.
- Eidenmüller, Horst* (Hrsg.), Ausländische Kapitalgesellschaften im deutschen Recht, 2. Auflage, 2010.
- Eilers, Stephan/Rödding, Adalbert/Schmalenbach, Dirk* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, 2. Auflage, 2014.
- Emde, Ernst Thomas/Dornseifer, Frank/Dreibus, Alexandra* (Hrsg.), KAGB Kommentar, 2. Auflage 2019.
- EWG-Kommission* (Hrsg.), Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts: Bericht einer von der EWG Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe (*Segré-Bericht*), 1966.
- Ferran, Eilis*, Company Law and Corporate Finance, 1999.
- Fleischer, Holger* (Hrsg.), Handbuch des Vorstandsrechts, 2006.
- Franke, Günter/Hax, Herbert*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Auflage, 2009.
- French, Derek/Mayson, Stephen/Ryan, Christopher*, Mayson, French & Ryan on Company Law, 37. Auflage, 2021.
- Fuchs, Andreas* (Hrsg.), Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, 2016.
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias* (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1, 5. Auflage, 2019; Band 6, 5. Auflage, 2021.
- Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard* (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, Band III, Stand: August 2020.
- Groß, Wolfgang* (Hrsg.), Kapitalmarktrecht – Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zur Prospektverordnung, 7. Auflage, 2020.
- Gruber, Michael* (Hrsg.), BörseG 2018/MAR Kommentar, 2020.
- Grunewald, Barbara/Schlitt, Michael*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, 2020.
- Gullifer, Louise/Payne, Jennifer*, Corporate Finance Law, 3. Auflage, 2020.
- Haarmann, Wilhelm/Schüppen, Matthias* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Auflage, 2008.
- Habersack, Mathias/Verse, Dirk A.*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 5. Auflage 2019.
- Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, 2019.
- Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael* (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarkt-information, 3. Auflage, 2020.
- Haratsch, Andreas/Koenig, Christian/Pechstein, Matthias*, Europarecht, 12. Auflage, 2020.
- Hauschka, Christoph, E./Mossmayer, Klaus/Lösler, Thomas* (Hrsg.), Corporate Compliance: Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen, 3. Auflage, 2016.
- Haynes, Andrew*, Financial Services Law Guide, 4. Auflage, 2014.
- Hazen, Thomas L.*, The Law of Securities Regulation, 8. Auflage, 2020.
- Heinze, Stephan*, Europäisches Kapitalmarktrecht, Recht des Primärmarktes, 1999.
- Hellner, Thorwald/Steuer, Stephan* (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Stand: Mai 2021.
- Hernández Sainz, Esther*, El abuso de información privilegiada en los mercados de valores, 2007.
- Hess, Burkhard/Reuschle, Fabian/Rimmelpacher, Bruno* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum KapMuG, 2. Auflage, 2014.
- Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M.J.* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, 2014.

- Hirte, Heribert/von Bülow, Christoph* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, 2010.
- Hopt, Klaus J.*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975.
- Hopt, Klaus J./Seibt, Christoph H.* (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2017.
- Hopt, Klaus J./Voigt, Hans-Christoph* (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, 2005.
- Horspool, Margot/Humphreys, Matthew/Wells-Greco, Michael*, European Union Law, 10. Auflage, 2018.
- Kalss, Susanne/Oppitz, Martin/Zollner, Johannes*, Kapitalmarktrecht, Band I (System), 2. Auflage, 2015.
- Kalss, Susanne/Oppitz, Martin/Torggler, Ulrich/Winner, Martin* (Hrsg.), BörseG 2018 / MAR Kommentar, 2019.
- Klöbn, Lars* (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung Kommentar, 2018.
- Kübler, Friedrich/Assmann, Heinz-Dieter*, Gesellschaftsrecht, 6. Auflage, 2006.
- Kümpel, Siegfried/Hammen, Horst/Ekkenga, Jens* (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, Stand: Dezember 2019.
- Kümpel, Siegfried/Veil, Rüdiger*, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, 2006.
- Kümpel, Siegfried/Mülbert, Peter O./Früh, Andreas/Seyfried, Thorsten* (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, 2019.
- Langenbacher, Katja*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, 2018.
- Langenbacher, Katja* (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 4. Auflage, 2017.
- Lehmann, Matthias/Kumpan, Christoph* (Hrsg.), European Financial Services Law, 2019.
- Lenenbach, Markus*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, 2010.
- Lenz, Carl-Otto/Borchardt, Klaus-Dieter* (Hrsg.), EU-Verträge Kommentar. EUV – AEUV – GrCh, 6. Auflage, 2012.
- Lomnicka, Eva/Powell, John L.* (Hrsg.), Encyclopedia of Financial Services Law, Stand: April 2021.
- Lord Millett/Alcock, Alistair/Todd, Michael* (Hrsg.), Gore-Browne on Companies, Stand: Mai 2021.
- Loss, Louis/Seligman, Joel/Paredes, Troy*, Securities Regulation, Band 1, 6. Auflage, 2019.
- Loss, Louis/Seligman, Joel/Paredes, Troy*, Fundamentals of Security Regulation, 7. Auflage, 2018.
- Lycke, Johan*, Lexino Lagkommentar på Internet, Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, 2013.
- Lycke, Johan/Afrell, Lars*, Lexino Lagkommentar på Internet, Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, 2013.
- MacNeil, Iain G.*, An Introduction to the Law on Financial Investment, 2. Auflage, 2012.
- Markowitz, Harry*, Portfolio Selection, 1952.
- Markowitz, Harry*, Portfolio Selection, Efficient Diversification, 1991.
- Marsch-Barner, Reinhard/Schäfer, Frank A.* (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, 4. Auflage, 2017.
- Mathijssen, Petrus S. R. F.*, A Guide to European Union Law, 11. Auflage, 2013.
- Menéndez, Aurelio*, Lecciones de Derecho Mercantil, 18. Auflage, 2020.
- Merkel, Hanno*, US-amerikanisches-Gesellschaftsrecht, 3. Auflage, 2013.
- Meyer, Andreas/Veil, Rüdiger/Rönman, Thomas* (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2018.
- Moloney, Niamh*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Auflage, 2014.
- Morse, Geoffrey* (Hrsg.), Palmer's Company Law, Stand: Januar 2013.
- Oppermann, Thomas/Classen, Claus Dieter/Nettesheim, Martin*, Europarecht, 9. Auflage, 2021.

- Panasar, Raj/Boeckman, Philip*, European Securities Law, 3. Auflage, 2021.
- Park, Tido* (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Auflage, 2019.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas W.*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Auflage 2017.
- Raiser, Thomas/Veil, Rüdiger*, Recht der Kapitalgesellschaften, 6. Auflage, 2015.
- Rechtschaffen, Alan N.*, Capital Markets, Derivatives and the Law, 3. Auflage, 2019.
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G.*, Neue Institutionenökonomie, 4. Auflage, 2010.
- Riesenhuber, Karl* (Hrsg.), Europäische Methodenlehre: Handbuch für Ausbildung und Praxis, 3. Auflage, 2015.
- Samuelsson, Per/Afrell, Lars/Cavallin, Samuel/Sjöblom, Nils*, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet – En kommentar, 2005.
- Schäfer, Frank A./Hamann, Uwe* (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, Kommentar, 2. Auflage, Stand: April 2012.
- Schäfer, Frank A./Sethe, Rolf/Lang, Volker* (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 3. Auflage 2021.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Herman-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Auflage, 2017.
- Schmidt, Karsten* (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 3, 4. Auflage, 2019; Band 5, 4. Auflage, 2018.
- Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus* (Hrsg.), Aktiengesetz – Kommentar, 4. Auflage, 2020.
- Schmidt, Reinhard H./Terberger, Eva*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 3. Auflage, 1996.
- Schulze, Rainer/Janssen, André/Kadelbach, Stefan* (Hrsg.), Europarecht, Handbuch für die deutsche Rechtspraxis, 4. Auflage, 2020.
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel* (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Auflage, 2020.
- Schwarze, Jürgen/Becker, Ulrich/Hatje, Armin/Schoo, Johann* (Hrsg.), EU-Kommentar, 4. Auflage, 2019.
- Sealy, Len/Worthington, Sarah*, Cases and Materials in Company Law, 11. Auflage, 2016.
- Steiner, Josephine/Woods, Lorna*, EU Law, 14. Auflage, 2020.
- Streinz, Rudolf* (Hrsg.), EUV/AEGV: Vertrag über die Europäische Union und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Kommentar, 3. Auflage, 2018.
- Streinz, Rudolf/Ohler, Christoph/Herrmann, Christoph*, Der Vertrag von Lissabon zur Reform der EU, 3. Auflage, 2010.
- Swan, Edward J./Virgo, John*, Market Abuse Regulation, 3. Auflage, 2019.
- Tapia Hermida, Alberto J.*, Derecho del Mercado de Valores, 2. Auflage, 2003.
- Valette, Jean-Paul*, Droit de la régulation des marchés financiers, 2005.
- Veil, Rüdiger/Koch, Philipp*, Französisches Kapitalmarktrecht, 2010.
- Veil, Rüdiger/Walla, Fabian*, Schwedisches Kapitalmarktrecht, 2010.
- Veil, Rüdiger/Wundenberg, Malte*, Englisches Kapitalmarktrecht, 2010.
- Ventoruzzo, Marco/Mock, Sebastian* (Hrsg.), Market Abuse Regulation, 2017.
- Von der Groeben, Hans/Schwarze, Jürgen/Hatje, Armin* (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, Kommentar, 7. Auflage, 2015.
- Weber, Stefan*, Kapitalmarktrecht, 1999.
- Werlauff, Erik et al.*, EU Corporate Law, 3. Auflage, 2017.
- Winternitz, Christian P./Aigner, Lukas*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007, 2007.
- Wöhe, Günter/Döring, Ulrich/Brösel, Gerrit*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 27. Auflage, 2020.
- Wundenberg, Malte*, Europäisches Bankenaufsichtsrecht. Grundfragen des Single Rulebooks für Kreditinstitute in Europa, 2022.
- Zerey, Jean-Claude* (Hrsg.), Finanzderivate, 4. Auflage 2016.

*Zib, Christian/Russ, Alexander/Lorenz, Heinrich* (Hrsg.), Kapitalmarktgesetz Kommentar, 2008.

*Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 6, 3. Auflage, 2004.

*Zunzunegui, Fernando*, Derecho del Mercado Financiero, 3. Auflage, 2005.

Die in diesem Buch referenzierten Leitfäden, Berichte und sonstigen Papiere des CESR und der ESMA sind, soweit nicht anders angegeben, abrufbar auf der Internetpräsenz der ESMA (<http://www.esma.europa.eu>).



# Erstes Kapitel

## Grundlagen der Kapitalmarktgesetzgebung in Europa

### § 1 Rechtsentwicklung

#### Literatur:

*Anschütz, David H.*, Regelungskonzepte im neuen europäischen Verbriefungsrecht. Kapitalmarktregulierung zur Wiederherstellung von Vertrauen in Verbriefungen, 2020; *Avgouleas, Emilios*, The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform, ECFR 2009, 440–475; *Bréhier, Bertrand/Pailler, Pauline*, La régulation du marché des matières premières, Bull. Joly Bourse 2012, 122–128; *Bueren, Eckart*, Sustainable Finance, ZGR 2019, 813–875; *Busch, Danny/Avgouleas, Emilios/Ferrarini, Guido*, Capital Markets Union in Europe, 2018; *Casper, Matthias*, Anlegerschutz beim Crowdfunding, in: Boele-Woelki, Katharina et al. (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, 2019, 197–211; *Coffee, John C.*, The political economy of Dodd-Frank: Why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated, in: Ferran, Eilís/Moloney, Niamh/Hill, Jennifer/Coffee, John C. (Hrsg.), The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis, 2012, 301–371; *Ferran, Eilís*, Building an EU Securities Market, 2004; *Ferran, Eilís/ Goodhart, Charles A. E.*, Regulating Financial Services and Markets in the 21<sup>st</sup> Century, 2001; *G30*, Financial Reform: A Framework for Financial Stability, 2009; *Ferrarini, Guido/Moloney, Niamh*, Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MIFID I to MIFID II, 13 EBOR (2012), 557–596; *Horn, Norbert*, Europäisches Finanzmarktrecht, 2003; *Klöbn, Lars*, Erfüllte Versprechen? Die Regulierung des Crowdfunding-Marktes zum Ende der 18. Legislaturperiode, ZIP 2017, 2125–2133; *Kommission*, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts. Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe (Segré-Bericht), 1966; *Köndgen, Johannes*, Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung, in: Boele-Woelki, Katharina et al. (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, 2019, 671–700; *Lannoo, Karel*, Emerging Framework for Disclosure in the EU, 3 J. Corp. L. Stud. (2003), 329–358; *Lehmann, Matthias*, Reform der Derivatemarkte – transatlantischer Kampf um Wettbewerbsfähigkeit, RdF 2011, 300–309; *Moloney, Niamh*, Institutional Governance and Capital markets Union: Incrementalism or a “Big Bang”?, ECFR 2016, 376–423; *Parmentier, Miriam*, Capital Markets Union – One Year On From the Action Plan, ECFR 2017, 242–251; *Payne, Jennifer*, The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe, 13 EBOR (2012), 413–440; *Ringe, Wolf-Georg*, Capital Markets Union for Europe: a commitment to the Single Market of 28, 9 LFMR (2015), 5–7; *Sasso, Lorenzo/Kost de Sevres, Nicolette*, 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 CMLJ (2012), 30–54; *Schammo, Pierre*, Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market, ECFR 2018, 271–313; *Veil, Rüdiger*, Zeitenwende in der Kapitalmarktgesetzgebung. Europäisierung von Recht und Aufsicht, in: Erle, Bernd et al. (Hrsg.), Festschrift für Peter Hommelhoff zum 70. Geburtstag, 2012, 1263–1273; *Veil, Rüdiger*, Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen, 2016; *Veil, Rüdiger*, Kodifikation der Wertpapierregulierung, in: Boele-Woelki, Katharina et al. (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, 2019, 571–582; *Veil, Rüdiger/Lerch, Marcus P.*, Auf dem

Weg zu einem Europäischen Finanzmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung der Märkte für Finanzinstrumente, WM 2012, 1557–1565 (I) und 1605–1613 (II); Walla, Fabian, Die Reformen der Europäischen Kommission zum Marktmissbrauchs- und Transparenzregime – Regelungskonzeption, Aufsicht und Sanktionen, BB 2012, 1358–1361.

## I. Einführung

- 1 Der frühere EWG-Vertrag enthielt keine Vorschriften über ein europäisches Kapitalmarktrecht. Dennoch reklamierten die Europäische Kommission und der Rat schon nach Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft im Jahr 1957, dass die nationalen Rechte angeglichen werden sollten, um den Binnenmarkt zu verwirklichen. Die ersten Rechtsakte wurden allerdings erst 20 Jahre später verabschiedet. Sie hatten in erster Linie die Koordination des Börsen- und Prospektrechts der Mitgliedstaaten zum Gegenstand (Phase 1). Danach folgte bis 2007 eine umfassende Harmonisierung des Wertpapierhandelsrechts (Phasen 2 und 3). Die Finanzmarktkrise führte zu grundlegenden Reformen der Aufsichtsarchitektur und einer weitreichenden Vereinheitlichung der Wertpapierregulierung (Phase 4). Daran schloss sich das Projekt der Kapitalmarktunion an (Phase 5). Es zielt vor allem darauf ab, Wachstum und Beschäftigung in der EU zu fördern. Diese Phasen der europäischen Rechtsentwicklung werden im Folgenden kurz dargestellt. Dabei wird vor allem betrachtet, wie sich das europäische Kapitalmarkt-Aufsichtsrecht zu einem eigenständigen Rechtsgebiet entwickelt hat. Das Kapitalmarkt-Privatrecht ist allerdings immer noch eine Domäne der nationalen Rechtsordnungen.

## II. Segré-Bericht (1966)

- 2 Ausgangspunkt für die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts ist der von der EWG-Kommission in Auftrag gegebene Bericht unabhängiger Sachverständiger<sup>1</sup> zum **Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts** aus dem Jahr 1966. Diese Gruppe unter dem Vorsitz von Prof. *Claudio Segré*, Direktor für Forschung in der Generaldirektion „Wirtschaft und Finanzen“ der EWG Kommission, sollte „die Gesamtheit der Fragen [...] untersuchen, die sich aus der Verwirklichung des Vertrags von Rom für die Funktionsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte ergeben“.<sup>2</sup> Der Bericht machte erhebliche strukturelle Probleme auf den nationalen Kapitalmärkten aus und reklamierte ein Ungleichgewicht zwischen Kapitalangebot und Nachfrage sowie enge Märkte. Als Lösung empfahl er einen bunten Strauß an Maßnahmen. Vor allem mahnte der Bericht eine Integration der Wertpapiermärkte und Harmonisierung der Zugangsbedingungen auf dem europäischen Kapitalmarkt an.
- 3 Einen zentralen Platz nahmen die Empfehlungen zur „Struktur der Aktienmärkte“<sup>3</sup> und zu den „Bedingungen für einen funktionsfähigen europäischen Wertpapiermarkt“<sup>4</sup> ein.

1 Mitglieder der Segré-Gruppe waren *A. Batenburg, J. D. Blondeel, G. Della Porta, A. Ferrari, R. Franck, L. Gleske, J. Guyot, A. Lamfalussy, H. Möller, G. Plescoff, C. Segré* und *P. Tabatoni*.

2 Kommission, Segré-Bericht, S. 11.

3 Kommission, Segré-Bericht, S. 227 ff., 236.

4 Kommission, Segré-Bericht, S. 251 f., 265 f.

Mit eindringlichen Worten stellte die Expertengruppe heraus, dass die **Information** des **Publikums** im Vordergrund der Probleme stehen würde.<sup>5</sup> Für eine „Informationspolitik“ forderte sie, drei Punkte zu berücksichtigen: erstens „Maßnahmen, welche das Publikum mit den Wertpapieranlagen und den Funktionsweisen der Börse vertraut machen“, zweitens die „laufende Unterrichtung über die Tätigkeit der Gesellschaften zusätzlich zur Veröffentlichung ihrer Jahresabschlussrechnung“ und drittens „besonders ausführliche Auskünfte, wenn man sich an das breite Sparerpublikum wendet, d.h. bei der Emission und Börseneinführung von Wertpapieren“.<sup>6</sup>

Auch auf das mit der Finanzmarktkrise 2008 besonders relevant gewordene Thema der **Rechtsdurchsetzung** ging die *Segré*-Gruppe bereits ein. Ihre Empfehlungen waren aber noch schemenhaft. So erachtete sie eine „externe Kontrolle“ zwar für „notwendig, um die Beachtung gewisser Mindestvorschriften über Umfang und Qualität der Publizität zu garantieren“<sup>7</sup>. Doch begnügte sie sich mit der Aufforderung, die Verfahren der externen Kontrolle – die seinerzeit in allen Mitgliedstaaten durch die Banken und Börsenbehörden und in einigen EWG-Ländern durch eine unabhängige Verwaltungsinstanz erfolgte – auszubauen und zu harmonisieren. Immerhin machte die Gruppe bereits darauf aufmerksam, dass die „Möglichkeiten zur Gründung einer Einrichtung auf Gemeinschaftsebene nach der Art der belgischen *Commission Bancaire* oder der amerikanischen *Securities and Exchange Commission* aufmerksam geprüft werden“ sollten.<sup>8</sup> Es sollte 43 Jahre dauern, bis dieser Schritt mit der Errichtung der ESMA unternommen wurde.

### III. Phase 1: Koordinierung des Börsen- und Prospektrechts (1979 bis 1982)

Die *Segré*-Gruppe hatte sich sehr detailliert zur Einführung von Wertpapieren an den einzelstaatlichen Börsen und den Handel mit diesen Papieren geäußert.<sup>9</sup> Sie präsentierte sogar das Schema eines Emissionsprospekts, das den Besonderheiten der verschiedenen Arten von Wertpapieren und Emittenten Rechnung trug.<sup>10</sup> Vor diesem Hintergrund muss es nicht verwundern, dass die ersten gesetzgeberischen Maßnahmen auf europäischer Ebene dem Börsen- und Prospektrecht galten. Es dauerte allerdings dreizehn Jahre, bis erste Maßnahmen verabschiedet wurden.

5 Kommission, *Segré*-Bericht, S. 251.

6 Kommission, *Segré*-Bericht, S. 251.

7 Kommission, *Segré*-Bericht, S. 252.

8 Kommission, *Segré*-Bericht, S. 252.

9 Kommission, *Segré*-Bericht, S. 265.

10 Kommission, *Segré*-Bericht, S. 251, 267 ff.

- 6 Mit der **Börsenzulassungs-Richtlinie** (79/279/EWG)<sup>11</sup>, der **Börsenzulassungsprospekt-Richtlinie** (80/390/EWG)<sup>12</sup> und der **Zwischenberichts-Richtlinie** (82/121/EWG)<sup>13</sup> unternahm der Rat der EG die ersten Schritte auf dem Weg zu einer späteren Angleichung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten und sodann Vereinheitlichung der Materie. Die drei Richtlinien waren auf den Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, insbesondere auf Art. 54 Abs. 3 lit. g) und Art. 100 gestützt<sup>14</sup> und verfolgten das Ziel, die beträchtlichen Regelungsdifferenzen in den Mitgliedstaaten auszugleichen.<sup>15</sup> Sie waren allerdings nur um eine Mindestharmonisierung bestrebt: Die „Unterschiede sind durch Koordinierung, jedoch nicht unbedingt vollständige Vereinheitlichung der Rechtsvorschriften zu beseitigen, um auf ausreichendem Niveau eine Gleichwertigkeit der vorgeschriebenen Schutzbestimmungen zu erreichen, die in den einzelnen Mitgliedstaaten eine angemessene und möglichst objektive Information der gegenwärtigen und potentiellen Inhaber von Wertpapieren gewährleisten“.<sup>16</sup>

#### IV. Weißbuch über die Vollendung des Binnenmarkts (1985)

- 7 Das nächste wichtige Ereignis für die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts folgte 1985 mit der Veröffentlichung des Weißbuchs über die Vollendung des Binnenmarktes.<sup>17</sup> Die Liberalisierung der Finanzdienste sei, so die Europäische Kommission, ein wesentlicher Schritt in Richtung auf die europäische finanzielle Integration und die Vertiefung des Binnenmarkts.<sup>18</sup> Aber auch der Liberalisierung der Kapitalbewegungen maß die Kommission eine große Bedeutung bei.<sup>19</sup>
- 8 Sie nannte zwar im Weißbuch – mit Ausnahme der wenige Monate später in Kraft getretenen **OGAW-Richtlinie** (85/611/EWG)<sup>20</sup> – keine konkreten zukünftigen gesetzgeberischen Maßnahmen. Doch stellte sie die nach ihrer Ansicht relevanten Parameter für die

11 Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5.3.1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, Abl. EG Nr. L 66 v. 16.3.1979, S. 21.

12 Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17.3.1980 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. EG Nr. L 100 v. 17.4.1980, S. 1.

13 Richtlinie 82/121/EWG des Rates vom 15.2.1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind, Abl. EG Nr. L 48 v. 20.2.1982, S. 26.

14 Siehe zu den Rechtsgrundlagen für die Kapitalmarktgesetzgebung in der früheren EG und heutigen EU § 3 Rn. 4–10.

15 Vgl. *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 19f.

16 Vgl. Erwägungsgründe zur Richtlinie 80/390/EWG.

17 Kommission, Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes, KOM(85) 310 endg., v. 14.6.1985.

18 Kommission, Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes, KOM(85) 310 endg., v. 14.6.1985, Rn. 101.

19 Kommission, Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes, KOM(85) 310 endg., v. 14.6.1985, Rn. 124.

20 Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), Abl. EG Nr. L 375 v. 31.12.1985, S. 3.

weitere Kapitalmarktgesetzgebung in Europa heraus. So machte sie darauf aufmerksam, dass die Überwachung der laufenden Tätigkeiten eines Finanzinstitutes auf dem Grundsatz der „Heimatlandskontrolle“ erfolgen sollte.<sup>21</sup> Ferner klang die Notwendigkeit des Abbaus der Schranken zwischen den Börsen zwecks Verbesserung der Liquidität der Märkte deutlich im Weißbuch an.<sup>22</sup>

## V. Phase 2: Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts (1988 bis 1993)

Den Auftakt der wenige Jahre später erfolgenden Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts bildete die **Transparenz-Richtlinie** (88/627/EWG)<sup>23</sup>. Der Rat der EG reagierte – wiederum gestützt auf Art. 54 des früheren EGV – auf nationalstaatliche Regelungsdefizite. Die Richtlinie war von der Erwägung getragen, dass eine Politik der angemessenen Unterrichtung der Anleger im Wertpapierbereich deren Schutz verbessert, das Vertrauen der Anleger in die Wertpapiermärkte schützt und auf diese Weise zu deren reibungslosem Funktionieren beiträgt. Eine Koordinierung auf Gemeinschaftsebene sollte den Anlegerschutz gleichwertiger gestalten, damit die Verflechtung der Wertpapiermärkte der Mitgliedstaaten begünstigen und zum Entstehen eines echten europäischen Kapitalmarktes beitragen.

Auch die wenige Monate später auf dieselbe Rechtsgrundlage gestützte **Emissionsprospekt-Richtlinie** (89/298/EWG)<sup>24</sup> war „der Gemeinschaftspolitik zur Information der Anleger“ verpflichtet.<sup>25</sup> Die Richtlinie verlangte, dass den Anlegern ein Prospekt mit entsprechenden Angaben zur Verfügung gestellt wird, wenn die Wertpapiere in einem Mitgliedstaat erstmals dem Publikum angeboten werden, und zwar unabhängig davon, ob sie später amtlich notiert werden oder nicht.<sup>26</sup>

Die **Insider-Richtlinie** (89/592/EWG)<sup>27</sup> war auf Art. 100a des früheren Vertrags zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft gestützt. Sie hatte den Sekundärmarkt für Wertpapiere zum Gegenstand und verlangte von den Mitgliedstaaten, Vorschriften einzuführen, die Insidergeschäfte untersagen. Solche Geschäfte würden das Vertrauen der Anleger gefährden und damit das reibungslose Funktionieren des Marktes beeinträch-

21 Kommission, Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes, KOM(85) 310 endg., v. 14.6.1985, Rn. 103.

22 Kommission, Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes, KOM(85) 310 endg., v. 14.6.1985, Rn. 107.

23 Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, Abl. EG Nr. L 348 v. 17.12.1988, S. 62 (TD).

24 Richtlinie 89/298/EWG des Rates vom 17.4.1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, Abl. EG Nr. L 124 v. 5.5.1989, S. 8.

25 Erwägungsgründe zur Richtlinie 89/298/EWG.

26 Die Richtlinie 80/390/EWG koordinierte nur die zu veröffentlichenden Informationen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse.

27 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, Abl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30; zu ihrer Entstehungsgeschichte vgl. *Edwards*, EC Company Law, 309ff.

tigen. Konkrete Vorgaben, wie die Überwachung der Einhaltung der Regeln in den Mitgliedstaaten erfolgen sollte, machte die Richtlinie nicht. Auch die den nationalen „zuständigen Stellen“ einzuräumenden Rechte waren nur schemenhaft vorgezeichnet. Die Richtlinie verlangte, dass die „Stellen über die für die Erfüllung ihrer Aufgabe notwendigen Kompetenzen sowie Kontroll- und Ermittlungsbefugnisse verfügen“.<sup>28</sup>

- 12 Den vorläufigen Abschluss der Entwicklung bildete die **Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie** (93/22/EWG)<sup>29</sup>. Der Rat der EG sah sie als ein wesentliches Instrument für die durch das Weißbuch der Kommission aus dem Jahr 1985 angemahte Verwirklichung des Binnenmarkts an. Sie sollte die Niederlassungsfreiheit und den freien Dienstleistungsverkehr im Bereich der Wertpapierfirmen gewährleisten. Eines ihrer Hauptziele war der Anlegerschutz. Die Richtlinie verlangte von den Mitgliedstaaten unter anderem die Einführung von „Aufsichtsregeln“ über die Aufzeichnung von Transaktionen und die Unternehmensorganisation (Art. 10) und den Erlass von Wohlverhaltensregeln, insbesondere über die Information von Kunden von Wertpapierfirmen (Art. 11).

## VI. Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (1999)

- 13 Die nächsten Impulse für die europäische Kapitalmarktregulierung gingen vom Aktionsplan für Finanzdienstleistungen der Europäischen Kommission (*Financial Services Action Plan* – FSAP) aus dem Jahr 1999 aus.<sup>30</sup> Die Kommission wollte die Einführung des Euro nutzen, um die Europäische Gemeinschaft mit einem modernen Finanzsystem auszustatten.<sup>31</sup> Dieses System sollte die Kapital- und Intermediationskosten minimieren.
- 14 Der FSAP stellte mehrere Prioritäten für einen einheitlichen Finanzmarkt heraus. Dazu gehörten auch gemeinsame Vorschriften für integrierte Wertpapier- und Derivatemärkte sowie eine EU-weite Kapitalbeschaffung. Um diese Ziele zu erreichen, sollten verschiedene Maßnahmen mit unterschiedlichen Prioritätsstufen ergriffen werden. Dazu gehörten Reformen bereits bestehender Richtlinien, insbesondere der Börsenzulassungs- und Prospekt-Richtlinie und der Richtlinie über regelmäßige Information.<sup>32</sup> Andere Maßnahmen zielten auf die Verabschiedung neuer Richtlinien ab. So sollten etwa Marktmanipulationen gemeinschaftsweit verboten werden.<sup>33</sup>
- 15 Um mit der schnellen Entwicklung der Finanzmärkte mithalten und neue Regelungen schnell umsetzen zu können, empfahl der FSAP schließlich die Einführung eines geeigneten Verfahrens.<sup>34</sup> Ein Wertpapierausschuss sollte zur Ausarbeitung von EU-Vorschriften für den Wertpapierbereich beitragen.<sup>35</sup>

<sup>28</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 2 Insider-RL.

<sup>29</sup> Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, Abl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27.

<sup>30</sup> Kommission, Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, Mitteilung der Kommission, KOM(1999) 232 endg., v. 11.5.1999, im Folgenden: FSAP. Vgl. auch *Moloney*, EC Securities Regulation, 15.

<sup>31</sup> Vgl. Kommission, FSAP, S. 3.

<sup>32</sup> Vgl. Kommission, FSAP, S. 22.

<sup>33</sup> Vgl. Kommission, FSAP, S. 23.

<sup>34</sup> Vgl. Kommission, FSAP, S. 16ff.

<sup>35</sup> Vgl. Kommission, FSAP, S. 30.

## VII. „Lamfalussy-Bericht“ (2000)

Bereits ein Jahr später setzte der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU einen Ausschuss unter Vorsitz von *Alexandre Lamfalussy* ein, der bereits Mitglied der *Segré-Gruppe* war.<sup>36</sup> Der Ausschuss sollte die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktes evaluieren sowie ein **neues Rechtssetzungsverfahren** entwickeln, um eine schnellere Umsetzung neuer Regelungsvorhaben im Bereich des Wertpapierrechts und deren einheitliche Anwendung durch die nationalen Regulierungsbehörden zu gewährleisten. Ferner sollte er Prioritäten bei der Umsetzung des FSAP herausarbeiten.

Am 9. November 2000 veröffentlichte der Ausschuss einen ersten Bericht.<sup>37</sup> Dieser Zwischenbericht kritisierte, dass noch immer kein „EU-Pass“ für Emittenten eingeführt war, die Publizitätsvorschriften in den einzelnen Ländern stark abwichen und keine Definition für Marktmanipulationen existierte.<sup>38</sup> Um diese Mängel zu beseitigen, schlug der Ausschuss vor, die zentralen Maßnahmen des FSAP bis 2003, also schneller als geplant, umzusetzen.<sup>39</sup> Die größte Schwierigkeit bei der Entwicklung eines europäischen Kapitalmarktrechts sah der Ausschuss in der Schwerfälligkeit der Rechtssetzung sowie in der Uneinheitlichkeit der Auslegung und Anwendung bestehender Regelungen.<sup>40</sup> Zur Beseitigung dieser Probleme empfahl der Ausschuss ein vierstufiges Regulationssystem, das sich am Komitologieverfahren orientieren und die im FSAP entfalteten konzeptionellen Vorstellungen berücksichtigen sollte.<sup>41</sup>

Am 15. Februar 2001 veröffentlichte der Ausschuss seinen Schlussbericht.<sup>42</sup> Dieser schlug für den Bereich der Wertpapiermärkte – wie bereits im Zwischenbericht skizziert – ein vierstufiges Verfahren vor, das eine schnellere Kapitalmarktgesetzgebung erlauben sollte.<sup>43</sup> Es wurde erfolgreich bereits 2003 für die Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts erprobt. Die sog. Rahmenrichtlinien wurden auf der ersten Stufe des Verfahrens durch das europäische Parlament und den Rat verabschiedet. Auf der zweiten Stufe erließ die Europäische Kommission Durchführungsbestimmungen zur Konkretisierung der Rahmenrichtlinien. Ferner wurde entsprechend den Empfehlungen der *Lamfalussy-Gruppe* ein eigener Ausschuss – das Committee of European Securities Regulators (CESR) – geschaffen. Es wurde beratend auf der Ebene der Rechtssetzung tätig, soweit die Kommission zur Durchführung der Rahmenrichtlinien im Hinblick auf die technischen Details Umsetzungsmaßnahmen (auf Stufe 2) erließ. Ferner war es Aufgabe des CESR, die Kooperation zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden zu verbessern, Streitigkeiten zwischen ihnen zu schlichten sowie die Umsetzung des Unionsrechts zu evaluieren.

<sup>36</sup> Weitere Mitglieder waren *C. Herkströter, L. A. Rojo, B. Ryden, L. Spaventa, N. Walter* und *N. Wicks*.

<sup>37</sup> Erster Bericht des Ausschusses der Weisen über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte v. 9.11.2000, im Folgenden: Zwischenbericht.

<sup>38</sup> Zwischenbericht, S. 16 ff.

<sup>39</sup> Zwischenbericht, S. 22 ff.

<sup>40</sup> Zwischenbericht, S. 19 ff.

<sup>41</sup> Zwischenbericht, S. 24 ff.

<sup>42</sup> Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte v. 15.2.2001, im Folgenden: Schlussbericht.

<sup>43</sup> Schlussbericht, S. 26 ff.

### VIII. Phase 3: Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts (2003 bis 2007)

- 19 Die drei 1979 bis 1982 erlassenen Richtlinien und die Richtlinie 88/627/EWG waren seit ihrer Verabschiedung mehrfach erheblich geändert worden. Der europäische Gesetzgeber entschloss sich daher im Jahr 2001, die Richtlinien aus Gründen der Klarheit und Wirtschaftlichkeit zu kodifizieren und zu einem einzigen Text zusammenzufassen. Dies geschah mit der **Kapitalmarktpublizitäts-Richtlinie** vom 28. Mai 2001.<sup>44</sup> Zu nennenswerten Reformen kam es aber noch nicht.
- 20 Im November 2002 erschien ein von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebener Bericht britischer Ökonomen und Wirtschaftsprüfer, der eindrücklich die Vorstellung des FSAP belegte, dass die Vollendung des Binnenmarkts die Finanzierungskosten von Unternehmen beträchtlich reduzieren würde. Damit waren die rechtspolitischen Vorstellungen ökonomisch untermauert<sup>45</sup> und die Weichen gestellt. Die vom FSAP zur Verwirklichung des Binnenmarkts in Aussicht gestellten Maßnahmen wurden in der Zeit von 2003 bis 2007 ergriffen. Während der beiden ersten Jahre entstanden **vier Rahmenrichtlinien**, deren Regelungsinhalte bis heute das Herzstück des europäischen Kapitalmarktrechts bilden: die Marktmissbrauchs-Richtlinie (2003), die Prospekt-Richtlinie (2003), die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004) und die Transparenz-Richtlinie (2004). Die Europäische Kommission erließ zu jeder dieser Richtlinien bis 2007 Durchführungsmaßnahmen, um Divergenzen bei der Umsetzung und Auslegung der Normen zu verhindern.
- 21 Den Anfang bildete die **Marktmissbrauchs-Richtlinie** (MAD 2003).<sup>46</sup> Mit ihr reagierte der europäische Gesetzgeber darauf, dass der Rechtsrahmen zum Schutz der Marktintegrität in den Mitgliedstaaten seinerzeit unvollständig war. Die Rechtsvorschriften waren je nach Mitgliedstaat unterschiedlich, so dass die Wirtschaftsakteure oftmals über Begriffe, Begriffsbestimmungen und Durchsetzung der Verhaltensregeln im Unklaren waren. Die Richtlinie wollte ferner Lücken im Gemeinschaftsrecht schließen, die zu rechtswidrigem Handeln hatten ausgenutzt werden können. Dadurch sei das Vertrauen der Öffentlichkeit untergraben und das reibungslose Funktionieren der Märkte beeinträchtigt worden,<sup>47</sup> denn in einigen Mitgliedstaaten gab es keine Rechtsvorschriften zur Ahndung von Kursmanipulationen oder der Verbreitung irreführender Informationen.<sup>48</sup>
- 22 Die Marktmissbrauchs-Richtlinie machte erstmals detaillierte Vorgaben zum Verbot von Marktmanipulationen. Ferner verlangte sie von den Mitgliedstaaten, Insidergeschäfte zu verbieten. Diese Regeln waren ausdifferenzierter als diejenigen der früheren Insider-Richtlinie. Ein wichtiger Schritt war auch die Reform der Vorschriften über die

<sup>44</sup> 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 Nr. L 184 v. 6.7.2001, S. 1. Ein Großteil der Vorschriften wurde mittlerweile aufgehoben. Es sind aber weiterhin die Art. 5 bis 19, 42 bis 69 und 78 bis 84 anwendbar.

<sup>45</sup> Vgl. *Burn*, in: Panasar/Boeckman, European Securities Law, Rn. 108.

<sup>46</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Abl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 (MAD 2003).

<sup>47</sup> Erwägungsgrund 11 und 13 MAD 2003.

<sup>48</sup> Vgl. Erwägungsgrund 11 MAD 2003.

Ad-hoc-Publizitätspflicht.<sup>49</sup> Diese beschränkte sich nicht mehr auf Insiderfakten, sondern bezog sich nunmehr auf Insiderinformationen. Damit einher ging eine Vorverlegung des Publikationszeitpunkts; ein bewusster Schritt des Gesetzgebers, um den Missbrauch von Insiderwissen zu unterbinden.<sup>50</sup> Neu eingeführt wurde die Pflicht zur Veröffentlichung von Directors' Dealings, die gleichfalls vor allem den Missbrauch von Insiderinformationen und Marktmanipulationen verhindern sollte. Außerdem nahm sich die Marktmissbrauchs-Richtlinie erstmals der Finanzanalysten an und stellte Verhaltensregeln für diese auf. Schließlich setzte sie sich ausführlich mit dem Thema der Marktaufsicht auseinander. Die Mitgliedstaaten wurden aufgefordert, eine einzige zuständige Stelle zu benennen, die zumindest die oberste Verantwortung für die Überwachung der Einhaltung der Vorschriften sowie die internationale Zusammenarbeit trägt. Diese Stelle sollte eine Behörde sein, so dass sie von den Wirtschaftsakteuren unabhängig ist und keine Interessenkonflikte entstehen können.<sup>51</sup> Die Richtlinie verlangte darüber hinaus ein gemeinsames Mindestmaß an Mitteln und Befugnissen der zuständigen Behörden, um eine wirksame Aufsicht sicherzustellen.<sup>52</sup>

Viele der Bestimmungen der Marktmissbrauchs-Richtlinie waren konkretisierungsbedürftig. Um die erforderliche Rechtssicherheit und eine einheitliche Rechtsanwendung zu gewährleisten, erließ daher die Europäische Kommission nach fachlicher Konsultation des CESR mehrere Durchführungsmaßnahmen: die Richtlinie 2003/124/EG über Begriffsbestimmungen,<sup>53</sup> die Richtlinie 2003/125/EG<sup>54</sup> über Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten und die Richtlinie 2004/72/EG<sup>55</sup> mit weiteren Konkretisierungen des Insiderrechts und der Bestimmung zulässiger Marktpraktiken. Schließlich setzte die Kommission die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003<sup>56</sup> über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen in Kraft.

Als ein weiterer Meilenstein der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung kann die **Prospekt-Richtlinie** (PD)<sup>57</sup> aus dem Jahr 2003 angesehen werden. Mit dieser Richtlinie harmo-

49 Die Richtlinien 79/279/EWG und 2001/34/EG hatten sich darauf beschränkt, die Veröffentlichung neuer kurserheblicher Tatsachen vorzuschreiben.

50 Vgl. *Horn*, Europäisches Finanzmarktrecht, 47.

51 Erwägungsgrund 36 MAD 2003.

52 Erwägungsgrund 37 MAD 2003.

53 Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, Abl. EG Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 70.

54 Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, Abl. EG Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 73.

55 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, Abl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

56 Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, Abl. EG Nr. L 336 v. 23.12.2003, S. 33.

57 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend

nisierter der europäische Gesetzgeber die Bedingungen für die Erstellung, die Billigung und die Verbreitung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren bzw. bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist. Regelungsziel war einmal mehr, den Anlegerschutz und die Markteffizienz sicherzustellen.<sup>58</sup> Auch zur Prospekt-Richtlinie erließ die Europäische Kommission eine Durchführungsmaßnahme: Die in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltende<sup>59</sup> Prospekt-Verordnung<sup>60</sup> legte die Details des Prospektinhalts fest.

- 25 Die **Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente** (MiFID)<sup>61</sup> wurde 2004 verabschiedet. Diese Rahmenrichtlinie hatte vor allem die Marktorganisation zum Gegenstand und regelte die Verhaltenspflichten von Wertpapierfirmen. Auch sie kam ohne konkretisierende Maßnahmen nicht aus. Die Durchführungsrichtlinie 2006/73<sup>62</sup> sah organisatorische Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit vor. Ferner regelte die Verordnung (EG) Nr. 1287/2006<sup>63</sup> Aufzeichnungs- und Meldepflichten für Wertpapierfirmen.
- 26 Die **Transparenz-Richtlinie** (TD) wurde ebenfalls im Jahr 2004 verabschiedet.<sup>64</sup> Diese Rahmenrichtlinie ist bis heute in Kraft. Sie stellt allgemeine Grundsätze für die Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten auf, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Die rechtzeitige Bekanntgabe zuverlässiger und umfassender Informationen über Wertpapieremittenten würde, so die Erwägung des europäischen Gesetzgebers, das Vertrauen der Anleger nachhaltig stärken und eine fundierte Beurteilung ihres Geschäftsergebnisses und ihrer

---

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 Nr. L 345 v. 31.12.2003, S. 64.

58 Erwägungsgrund 10 PD.

59 Siehe zu den Rechtswirkungen einer Verordnung *R. Veil*, § 3 Rn. 13.

60 Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.4.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, Abl. EG Nr. L 149 v. 30.4.2004, S. 1.

61 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 Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1.

62 Richtlinie 2006/73 der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, Abl. EG Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 26.

63 Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, Abl. EG Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 1.

64 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 Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38.

Vermögenslage ermöglichen. Dies erhöhe sowohl den Anlegerschutz als auch die Markteffizienz.<sup>65</sup>

Die Richtlinie macht zunächst detaillierte Vorgaben zur „regelmäßigen Information“ in Gestalt von Jahresfinanzberichten und Halbjahresfinanzberichten. Sodann widmet sie sich der „laufenden Information“. Darunter versteht sie die Information über bedeutende Beteiligungen und die Information der Inhaber von zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Wertpapieren. Um eine einheitliche Anwendung der Vorschriften der Transparenz-Richtlinie zu gewährleisten, erließ die Europäische Kommission eine Richtlinie mit Durchführungsbestimmungen.<sup>66</sup> 27

## IX. Noch Phase 3: Harmonisierung des Übernahmerechts (2004)

Regeln über öffentliche Unternehmensübernahmen betreffen sowohl gesellschafts- als auch kapitalmarktrechtliche Aspekte. Auf europäischer Ebene waren schon früh Bemühungen zu verzeichnen, diese Aspekte zu harmonisieren. Ein von der Kommission im Jahr 1989 veröffentlichter Vorschlag einer 13. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie über Übernahmeangebote fand wegen unterschiedlicher Regelungsvorstellungen und Interessen lange Zeit nicht die Zustimmung der Mitgliedstaaten. Der 1997 vorgelegte geänderte Vorschlag berücksichtigte die unterschiedlichen Positionen, sodass der Rat am 19. Juni 2000 einen Gemeinsamen Standpunkt verabschiedete. Die dagegen vom Europäischen Parlament vorgebrachten Einwände mündeten schließlich am 5. Juni 2001 in einen gemeinsamen Entwurf des Vermittlungsausschusses, der sich im Parlament nicht durchzusetzen vermochte. Ein im Oktober 2002 vorgelegter neuer Richtlinienvorschlag drohte wiederum an unterschiedlichen Regelungsvorstellungen einiger Mitgliedstaaten zu scheitern. Doch führte ein von portugiesischer Seite vorgeschlagener Kompromiss schließlich zu einer politischen Einigung, sodass am 30. April 2004 die **Übernahme-Richtlinie (TOD)**<sup>67</sup> verabschiedet werden konnte. 28

Die Übernahme-Richtlinie verfolgt mehrere Zwecke. Zum einen geht es ihr um die Koordinierung der Schutzbestimmungen, die im Interesse der Gesellschafter und Dritter in den Mitgliedstaaten vorgesehen sind.<sup>68</sup> Insoweit ist sie dem Gesellschaftsrecht zuzuordnen. Eine solche Regelung ist beispielsweise das Verbot für den Vorstand, Übernahmeangebote zu vereiteln. Die Richtlinie hat aber auch kapitalmarktrechtliche Regelungsgegenstände. So hat die Pflicht des Bieters zur Veröffentlichung seiner Entscheidung, ein Angebot zu unterbreiten, den Zweck, die Möglichkeiten für Insidergeschäfte zu verringern.<sup>69</sup> Auch die Pflicht des Bieters zur Unterbreitung einer Angebotsunterlage ist kapitalmarktrechtlicher Natur, denn sie soll Informationsasymmetrien zwischen Bieter und Aktionären der Zielge- 29

<sup>65</sup> Erwägungsgrund 1 TD.

<sup>66</sup> Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, Abl. EG Nr. L 69 v. 9.3.2007, S. 27.

<sup>67</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, Abl. EG Nr. L 142 v. 30.4.2004, S. 12.

<sup>68</sup> Vgl. Erwägungsgrund 1 TOD.

<sup>69</sup> Vgl. Erwägungsgrund 12 TOD.

sellschaft überwinden. Schließlich kann das bei einem Kontrollwechsel bestehende Pflichtangebot kapitalmarktrechtlich gedeutet werden. Die Übernahme-Richtlinie beschränkt sich auf eine Kernbereichsharmonisierung. Essentielle Aspekte, wie beispielsweise die Kontrollschwelle, unterliegen der mitgliedstaatlichen Regelungsautonomie.<sup>70</sup> Aufgrund disparater Schutzbestimmungen zugunsten der Aktionäre mangelt es bis heute an einem Level Playing Field für öffentliche Übernahmeangebote.

## X. Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005)

- 30 Mit der Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts sowie dem Erlass der Übernahme-Richtlinie hatte der europäische Gesetzgeber die im FSAP aufgeführten Aufgaben erledigt. Die Europäische Kommission konnte sich daher in ihrem Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik 2005–2010<sup>71</sup> darauf beschränken, das Erreichte zu rekapitulieren. Ferner reklamierte sie für die zukünftige Gesetzgebung den Ansatz einer „besseren Regulierung“<sup>72</sup>. Der gesamte Normsetzungsprozess und die spätere Anwendung sollten transparent gestaltet sein, auf wirtschaftlichen Folgenabschätzungen beruhen und unter Mitwirkung der betroffenen Kreise stattfinden.<sup>73</sup>
- 31 Im wenige Monate später veröffentlichten Weißbuch griff die Kommission diesen Ansatz auf und unterstrich, zukünftig konsequent nach dem **Prinzip** der „**guten Gesetzgebung**“ – im Grünbuch noch „**besseren Regulierung**“ genannt – verfahren zu wollen. Als zentraler Bestandteil der „guten Gesetzgebung“ erblickte sie auch eine ständige Überprüfung und Evaluation der bisherigen Maßnahmen.<sup>74</sup> Außerdem bekannte sie sich dazu, verstärkt auf eine rechtzeitige Umsetzung durch die Mitgliedstaaten hinwirken zu wollen.<sup>75</sup> Eine zentrale Rolle nahm die internationale Aufsichtspraxis ein. Die Europäische Kommission erklärte, die Aufsichtsstandards und -praxis weiter harmonisieren zu wollen. Die Entwicklung einer einheitlichen europäischen Aufsichtspraxis solle durch internationale Gremien sowie eine verstärkte informelle Zusammenarbeit der nationalen Behörden, zum Beispiel in der Form von gemeinsamen Kontrollen oder Personalaustausch, unterstützt werden.<sup>76</sup>
- 32 Ausdrücklich nicht geplant waren neue Regelungen für Ratingagenturen und Finanzanalysten, Kapitalvorschriften für die geregelten Märkte sowie Durchführungsrichtlinien bezüglich der Angebotsunterlagen bei Unternehmensübernahmen.<sup>77</sup> Doch schon wenige Zeit später führte die Finanzmarktkrise zu einem Umdenken bei diesen Themen.

70 Vgl. *Hopt*, Europäisches Übernahmerecht, 2013.

71 Kommission, Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010), KOM(2005) 177 endg., v. 3.5.2005.

72 Kommission, Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010), KOM(2005) 177 endg., v. 3.5.2005, S. 7; dazu auch *Moloney*, EC Securities Regulation, 47 ff.

73 Kommission, Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010), KOM(2005) 177 endg., v. 3.5.2005, S. 7, 10 f., 21 ff.

74 Kommission, Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010, KOM(2005) 629 endg., v. 1.12.2005, S. 6 ff.

75 Kommission, Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010, S. 6 f.

76 Kommission, Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010, S. 13.

77 Kommission, Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010, S. 16.

## XI. Phase 4: Bewältigung der Finanzmarktkrise durch Rechtsvereinheitlichung und europäische Aufsicht (2009 bis 2016)

Die **Finanzmarktkrise** hatte schwerwiegende Mängel des globalen Finanzmarktrechts offenbart. Auch in Europa waren Regelungsdefizite und Defizite bei der Durchsetzung der bestehenden Vorschriften zu verzeichnen.<sup>78</sup> Im Oktober 2008 beauftragte die Europäische Kommission daher eine Gruppe herausragender Experten, Empfehlungen zur künftigen Regulierung und Beaufsichtigung der europäischen Finanzmärkte zu unterbreiten. Diese Gruppe unter dem Vorsitz von *Jacques de Larosière*<sup>79</sup> veröffentlichte am 25. Februar 2009 einen knapp hundertseitigen Bericht.<sup>80</sup> 33

Die meisten Vorschläge, etwa zur Förderung der Finanzstabilität auf globaler Ebene, reichen weit über die Themen des in diesem Buch behandelten Kapitalmarktrechts hinaus und betreffen Banken und Versicherungsunternehmen. Für die Wertpapiermärkte von besonderem Interesse sind aber die Empfehlungen zum **europäischen Finanzaufsichtssystem**. Die Gruppe schlug vor, die bisherigen Stufe 3-Ausschüsse im *Lamfalussy*-Verfahren, insbesondere CESR, zu Behörden aufzuwerten.<sup>81</sup> Die bestehenden nationalen Aufsichtsbehörden würden weiterhin die laufende Aufsicht erledigen und ihre Zuständigkeiten größtenteils beibehalten. Die europäischen Behörden würden aber die Anwendung gemeinsamer hoher Aufsichtsstandards koordinieren und eine intensive Zusammenarbeit mit den anderen Aufsichtsbehörden garantieren. 34

Ferner sprach sich die *de Larosière*-Gruppe für einen „**kohärenten Regulierungsrahmen für Europa**“ aus. Sie bemängelte den bisherigen Spielraum der Mitgliedstaaten bei der Umsetzung von Richtlinien und die divergente Auslegung des umgesetzten Rechts<sup>82</sup> und mahnte an, dem Problem der rechtlichen Inkohärenzen auch auf europäischer Ebene Rechnung zu tragen: „Rechtsakte sollten künftig so oft wie möglich in Form von Verordnungen erlassen werden (da diese unmittelbar gelten). Wenn auf Richtlinien zurückgegriffen wird, sollte der [...] Gesetzgeber sich nach Kräften darum bemühen, bei den zentralen Punkten ein Maximum an Harmonisierung zu erreichen.“<sup>83</sup> Diese Empfehlungen leiteten die Verordnungsgesetzgebung der EU im Finanzmarktrecht ein. 35

<sup>78</sup> Vgl. hierzu *Wymeersch, Eddy/Hopt Klaus J./Ferrarini, Guido* (Hrsg.), *Financial Regulation and Supervision. A Post-Crisis Analysis*, 2012 (mit 15 Beiträgen zu den europäischen Reformen, zur neuen europäischen Aufsichtsarchitektur, zu Corporate Governance-Fragen und zu den internationalen Herausforderungen). In den USA hat der Gesetzgeber mit dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act auf die Finanzkrise reagiert. Vgl. zu dieser Reform *Skeel, The New Financial Deal. Understanding the Dodd-Frank Act and its (unintended) Consequences*, 2011; *Coffee*, in: *Ferran/Moloney/Hill/Coffee, The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, 301, 332 ff.

<sup>79</sup> Weitere Mitglieder der Gruppe waren *Leszek Balcerowicz, Otmar Issing, Rainer Masera, Callum Mc Carthy, Lars Nyberg, José Pérez* und *Onno Ruding*.

<sup>80</sup> Vgl. *de Larosière, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, 25.2.2009.

<sup>81</sup> Vgl. *de Larosière, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, 25.2.2009, S. 53.

<sup>82</sup> Vgl. *de Larosière, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, 25.2.2009, S. 31.

<sup>83</sup> Vgl. *de Larosière, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, 25.2.2009, S. 33.

## XII. Europäisches System für die Finanzaufsicht (ESFS) (2009)

- 36 Auf der Grundlage des *de Larosière*-Berichts beschloss die Kommission am 23. September 2009 ein umfangreiches Legislativpaket. Sie kündigte Maßnahmen zur Erkennung und Bekämpfung systemischer Risiken für das gesamte Finanzsystem in Europa – als „Makroebene“ bezeichnet – sowie Maßnahmen zur Verbesserung der Aufsicht gegenüber den einzelnen Finanzdienstleistern und Kapitalmarktteilnehmern – als „Mikroebene“ bezeichnet – an.<sup>84</sup> Dazu gehörte auch, ein Europäisches System für die Finanzaufsicht (ESFS) zu schaffen, das im Wesentlichen aus drei europäischen Behörden mit eigener Rechtspersönlichkeit bestehen sollte.<sup>85</sup>
- 37 Ende 2010 konnten diese Pläne verwirklicht werden. So wurde neben einer Europäischen Bankaufsichtsbehörde (EBA) sowie einer Europäischen Versicherungsaufsichtsbehörde (EIOPA) auch eine **Europäische Aufsichtsbehörde für den Wertpapierhandel** (ESMA) gegründet.<sup>86</sup> Seit dem 1. Januar 2011 ist die ESMA an der Rechtssetzung beteiligt (freilich ohne über eigene Rechtssetzungskompetenzen zu verfügen). Für die Überwachung der Wertpapiermärkte ist die ESMA grundsätzlich nicht zuständig. Allerdings hat sie die Aufgabe, die kohärente, effiziente und wirksame Anwendung der europäischen Rechtsakte sicherzustellen (**Aufsichtskonvergenz**). Dazu kann sie insbesondere Leitlinien und Empfehlungen herausgeben, die sich an die nationalen Aufsichtsbehörden und Finanzmarktteilnehmer richten. Die ESMA hat also primär eine Koordinierungsaufgabe. Daran hat sich durch den ESA Review 2019 grundsätzlich nichts geändert. Die wichtigste Aufgabe der ESMA besteht weiterhin darin, Aufsichtskonvergenz herzustellen.

## XIII. Regulierung der Ratingagenturen (2009)

- 38 Bereits 2002 hatte sich die Europäische Kommission mit einer etwaigen Regulierung von Ratingagenturen beschäftigt. Noch im April 2006 kam sie zu dem Schluss, dass neue Legislativvorschläge nicht erforderlich seien.<sup>87</sup> Ratingagenturen hätten sich einer Selbstregulierung in Gestalt der **IOSCO-Grundsätze** unterworfen, die von der Politik zunächst als ausreichend betrachtet werde. Auch die Europäische Kommission vertrat diese Ansicht. Erst der Ausbruch der Finanzkrise führte zu einem Umdenken. Es setzte sich schließlich die Einsicht durch, dass die Ratingagenturen einen Beitrag zur fehlerhaften Einschätzung der Kreditrisiken geleistet hatten. In Anbetracht ihrer wichtigen Rolle auf den globalen Wertpapier- und Bankenmärkten, insbesondere für die Finanzstabilität, wollte der europäische Gesetzgeber nun sicherstellen, dass Ratingaktivitäten im Einklang mit den Grundsätzen der Integrität, Transparenz, Rechenschaftspflicht und guten Unternehmensführung durchgeführt werden, damit die in Europa verwendeten Ratings unabhängig, objektiv und von angemessener Qualität sind.<sup>88</sup>

<sup>84</sup> Vgl. die Mitteilung der Kommission, KOM(2009) 252 endg., v. 27.5.2009.

<sup>85</sup> Siehe *F. Walla* § 11 Rn. 47.

<sup>86</sup> Ausführlich *F. Walla* § 11 Rn. 47 ff.

<sup>87</sup> Vgl. Kommission, Mitteilung über Rating-Agenturen (2006/C 59/02).

<sup>88</sup> Vgl. Erwägungsgrund 1 CRAR-I.

Am 16. September 2009 verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat die **Verordnung über Ratingagenturen (CRAR-I)**.<sup>89</sup> Diese begründet Offenlegungsvorschriften und begegnet Interessenkonflikten, die vor allem aus dem Issuer-Pays-Modell resultieren. Bereits im Juni 2010 legte die Europäische Kommission im Rahmen ihrer Arbeit zur Verhütung künftiger Finanzkrisen und zur Stärkung des Finanzsystems Änderungen der Verordnung vor. Damit wollte sie eine wirksame und zentralisierte Beaufsichtigung der Agenturen auf europäischer Ebene sowie eine größere Transparenz im Hinblick auf die Auftraggeber der Ratings erreichen. Den Vorschlag der Kommission nahm das Europäische Parlament am 15. Dezember 2010 an (**CRAR-II**).<sup>90</sup> Damit waren Ratingagenturen der Aufsicht durch die ESMA unterstellt. Schließlich wurden im Mai 2013 weitere Änderungen verabschiedet (**CRAR-III**).<sup>91</sup> Die neuen Vorschriften begründen strengere Transparenzregeln und legen fest, wann und wie Ratingagenturen Staatsschulden und die finanzielle Situation von Privatunternehmen bewerten dürfen. Außerdem ist erstmals im Unionsrecht eine Haftung der Ratingagenturen gegenüber Anlegern und ihren Auftraggebern vorgesehen.

#### **XIV. Überarbeitung der Rahmenrichtlinien (2009 bis 2014) – von Mindest- zur Vollharmonisierung und Rechtsvereinheitlichung**

Bereits wenige Jahre nach der Verabschiedung der vier Rahmenrichtlinien und der Durchführungsrechtsakte leitete die Europäische Kommission mehrere Konsultationen ein, um die Anwendung der Richtlinien zu überprüfen und Möglichkeiten zu deren Verbesserung und Vereinfachung auszuloten. Die Konsultationen richteten sich an alle Finanzmarktakteure, Regierungen und Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten und andere interessierte Personen. Im Blickpunkt standen vor allem Regelungsdefizite sowie die in den Mitgliedstaaten immer noch sehr unterschiedlichen Untersuchungs- und Sanktionsbefugnisse der Aufsichtsbehörden. Den Konsultationen gingen Gespräche der Kommission mit dem früheren CESR und der Expertengruppe „Europäische Wertpapiermärkte“ (ESME) voraus. Zu einigen Themen hatten der CESR und die Expertengruppe Berichte verfasst.

Die Konsultationen führten 2010 zu ersten Ergebnissen. Am 25. November 2010 erließen das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union auf Vorschlag der Europäischen Kommission die **Richtlinie 2010/73/EU zur Änderung der Prospekt-Richtlinie** und zur Änderung der Transparenz-Richtlinie.<sup>92</sup> Das hauptsächliche Regelungsziel bestand darin, den Anlegerschutz zu verbessern.

<sup>89</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.9.2009 über Ratingagenturen, Abl. EU Nr. L 302 v. 17.11.2009, S. 1.

<sup>90</sup> Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.5.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, Abl. EU Nr. L 145 v. 31.5.2011, S. 30.

<sup>91</sup> Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.5.2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, Abl. EU Nr. L 146 v. 31.5.2013, S. 1.

<sup>92</sup> 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 Informatio-

42 Am 20. Oktober 2011 stellte die Kommission sodann Vorschläge vor, wie in Zukunft Marktmissbrauch verhindert werden sollte. **Marktmissbrauch** sollte erstmals durch eine **Verordnung** bekämpft werden, um Regulierungsarbitrage innerhalb der EU zu verhindern.<sup>93</sup> Ferner sollte **eine Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen** für Insidergeschäfte und Marktmanipulationen verabschiedet werden.<sup>94</sup> Bislang hatte keine der vier kapitalmarktrechtlichen Rahmenrechtsakte von den Mitgliedstaaten den Erlass strafrechtlicher Vorschriften verlangt. Der Regelungsvorstoß markiert daher ein neues Zeitalter in der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung.<sup>95</sup> Die Europäische Kommission begründete die Einführung strafrechtlicher Sanktionen damit, „die gesellschaftliche Missbilligung [der] Taten auf eine qualitativ andere Art deutlich [zu] machen als [durch] verwaltungsrechtliche Sanktionen oder zivilrechtliche Ausgleichsmechanismen“.<sup>96</sup> Die weltweite Wirtschaftskrise habe die Bedeutung der Marktintegrität deutlich gemacht. Es sollte freilich mehrere Jahre dauern, bis die Maßnahmen verabschiedet werden konnten. Die **Marktmissbrauchs-Verordnung (MAR)** vom 16. April 2014<sup>97</sup> und die **Richtlinie** vom 16. April 2014 über **strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD)**<sup>98</sup> sind nunmehr das Herzstück des europäischen Kapitalmarktrechts. Die beiden Gesetzgebungsakte (sog. Basisrechtsakte bzw. Level 1-Maßnahmen) verfolgen das Ziel, das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte zu sichern. Sie sind von der Vorstellung getragen, dass Marktmissbrauch die Integrität der Finanzmärkte verletzt und das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate untergräbt.<sup>99</sup> Beide Gesetzgebungsakte schaffen einen rechtlichen Rahmen für den Handel von Finanzinstrumenten auf Kapitalmärkten. Dies geschieht (wie bereits durch die MAD 2003) durch das Verbot von Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen, das Verbot von Marktmanipulationen sowie durch Veröffentlichungspflichten von Emittenten über Insiderinformationen und von Geschäftsleitern über Wertpapiergeschäfte (*Directors' Dealings*).<sup>100</sup>

---

nen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, Abl. EU Nr. L 327 v. 11.12.2010, S. 1.

93 Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 20. Oktober 2011, KOM(2011) 651 endg.

94 Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insidergeschäfte und Marktmanipulationen vom 20. Oktober 2011, KOM(2011), 654 endg. Die Kommission veröffentlichte ferner ein umfangreiches Papier, aus dem sich die Hintergründe der Reformvorschläge ergeben. Vgl. Commission Staff Working Paper Impact Assessment, 20.10.2011, SEC(2011) 1217 final.

95 Vgl. Veil, in: FS Hommelhoff, 1263, 1266 ff.; Walla, BB 2012, 1358, 1359.

96 Vgl. Begr. des Vorschlags, S. 3 f.

97 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 der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, Abl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1 (MAR).

98 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), Abl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 179 (CRIM-MAD).

99 Vgl. Erwägungsgrund 2 MAR und Erwägungsgrund 1 CRIM-MAD.

100 Vgl. Art. 1 MAR und Art. 1 Abs. 1 CRIM-MAD.

Am 25. Oktober 2011 schlug die Europäische Kommission außerdem eine **Richtlinie zur Änderung der Transparenz-Richtlinie** vor.<sup>101</sup> Der Rat verständigte sich bereits im Mai 2012 auf einen Kompromissvorschlag (Presidency Compromise),<sup>102</sup> und auch das Europäische Parlament<sup>103</sup> nahm kurz daraufhin zum Kommissionsentwurf Stellung, so dass die Richtlinie bereits im Juni 2013 verabschiedet werden konnte.<sup>104</sup> Die Änderungsrichtlinie reformierte die Vorschriften über die Veröffentlichung von Finanzberichten, indem sie die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Quartalsmitteilungen abschaffte, um eine nachhaltige Unternehmenstätigkeit zu fördern und die Kostenlast von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) zu reduzieren. Die größten inhaltlichen Änderungsvorschläge betrafen die Transparenzpflichten für die Inhaber von Finanzinstrumenten, die nach dem Vorbild einiger Mitgliedstaaten ausgeweitet wurden. Damit reagierte der europäische Gesetzgeber auf die spektakulären Fälle, in denen sich Investoren mithilfe bestimmter nicht offenlegungspflichtiger Finanzinstrumente an Emittenten „angeschlichen“ hatten.<sup>105</sup> Die reformierte TD sieht insoweit vollharmonisierende Anforderungen für die Mitgliedstaaten vor. Ferner führte die Änderungsrichtlinie strengere Vorgaben für die Mitgliedstaaten bezüglich der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse der nationalen Aufsichtsbehörden ein.

Die Kommission entschloss sich ferner dazu, die MiFID zu reformieren. Sie schlug am 20. Oktober 2011 vor, die MiFID durch eine Verordnung (**MiFIR**)<sup>106</sup> und eine Richtlinie (**MiFID-II**)<sup>107</sup> zu ersetzen<sup>108</sup>. Mit diesen Gesetzgebungsakten sollte den Beschlüssen des G20-Gipfels von Pittsburgh vom 24./25. September 2009 entsprochen werden. Die Ursachen der Finanzmarktkrise sind somit ein zentrales Motiv für die Regelungsinitiative. Die

<sup>101</sup> Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG sowie der Richtlinie 2007/14/EG, Brüssel, 25.10.2011, KOM(2011) 683 endg. Die Kommission veröffentlichte ein ausführliches Arbeitspapier, aus dem sich ihre Überlegungen zu den vorgeschlagenen Regelungen und den zugleich verworfenen Regelungsoptionen erschließen. Vgl. Commission Staff Working Paper, Impact Assessment, SEC(2011) 1279 final, Brüssel, 25.10.2011.

<sup>102</sup> Council of the European Union, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC – General approach, 25.5.2012.

<sup>103</sup> Parlament, Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung 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, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission, 27.9.2012.

<sup>104</sup> Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG sowie der Richtlinie 2007/14/EG, Abl. EU Nr. L 294 vom 6.11.2013, S. 13.

<sup>105</sup> Das Commission Staff Working Paper, Impact Assessment, SEC(2011) 1279 nennt ausdrücklich den Fall *Porsche/VW*.

<sup>106</sup> Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, 20.10.2011, KOM(2011) 652 endg.

<sup>107</sup> Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, 20.10.2011, KOM(2011) 656 endg.

<sup>108</sup> Die Europäische Kommission veröffentlichte ferner ein umfangreiches Papier, aus dem sich die Hintergründe der regulatorischen Vorschläge ergeben. Vgl. Commission Staff Working Paper, Impact Assessment, 20.10.2011, SEC(2011) 1226 final. Vgl. *Ferrarini/Moloney*, 13 EBOR (2012), 557, 581 ff.; *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557 ff. und 1605 ff.

Kommission stellte vor allem heraus, dass die Krise Schwachstellen bei der Regulierung anderer Instrumente als Aktien offengelegt habe. Ferner hätten die Finanzinnovationen und die zunehmende Komplexität von Finanzinstrumenten gezeigt, dass der Anlegerschutz verbessert werden müsse. Das stärker wettbewerbsorientierte Umfeld habe zu neuen Herausforderungen geführt. Verschiedene Bestimmungen der MiFID seien aufgrund von Marktentwicklungen und technologischen Entwicklungen überholt.<sup>109</sup> Die MiFID II und MiFIR wurden 2014 verabschiedet. Entstanden ist ein gewaltiges Regelwerk in Gestalt einer vollharmonisierenden Richtlinie (MiFID II)<sup>110</sup> und einer Verordnung (MiFIR)<sup>111</sup> sowie einer Fülle an Level 2-Rechtsakten, größtenteils in Form einer Verordnung. Die Rechtstexte (einschließlich der Level 3-Maßnahmen) umfassen mehr als 20.000 Seiten!

- 45 Das sog. **MiFID II-Regime** regelt die Marktinfrastrukturen, Wertpapierdienstleistungen und -nebenleistungen und sieht Governance- sowie Compliance-Anforderungen an Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie Marktbetreiber vor. Für das europäische Kapitalmarktrecht von besonderer Bedeutung ist, dass die MiFID II die verschiedenen Handelsplätze (geregelter Markt, multilaterales Handelssystem (MTF) und organisiertes Handelssystem (OTF)) bestimmt. Der europäische Gesetzgeber setzte damit die Forderung der G20 nach der Finanzmarktkrise um, dass kein Finanzplatz, kein Finanzakteur und kein Finanzprodukt ungeregelt sein darf. Darüber hinaus führte die MiFID II den sog. KMU-Wachstumsmarkt ein, um die Finanzierung von KMU zu verbessern. Ein weiterer Regelungsansatz des MiFID II-Regimes besteht in Vorgaben zur Überwachung der Einhaltung der Regeln des geregelten Marktes, des MTF oder des OTF und anderer rechtlicher Verpflichtungen.<sup>112</sup> Diese Anforderungen an Markttransparenz (insbesondere über Preise und Kosten von Wertpapiertransaktionen) vervollständigen das europäische Marktmissbrauchsrecht.
- 46 Eine weitere wichtige Maßnahme zur Wiederherstellung des Vertrauens von Kleinanlegern in den Finanzmarkt erfolgte 2014 mit der Verabschiedung der sog. **PRIIPS-Verordnung**.<sup>113</sup> Der Basisrechtsakt betrifft verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products – „PRIIP“). Der zentrale Regelungsansatz besteht in einheitlichen Transparenzregeln für alle Teilnehmer des PRIIP-Marktes. Die Verordnung schafft insbesondere einen gemeinsamen Standard für Format und Inhalt von Basisinformationsblättern.

<sup>109</sup> Vgl. Kommission, Begründung des Vorschlags für eine Neufassung der MiFID, 20.10.2011, KOM(2011) 656 endg., S. 2.

<sup>110</sup> 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, Abl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349 (MiFID II).

<sup>111</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, Abl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 84 (MiFIR).

<sup>112</sup> Vgl. Art. 31 und 54 MiFID II.

<sup>113</sup> 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 Nr. L 352 v. 9.12.2014, S. 1.

## XV. Regulierung von Leerverkäufen (2012)

Leerverkäufe gelangten ebenfalls auf die Agenda des europäischen Gesetzgebers. Am 15. September 2010 nahm die Europäische Kommission einen Vorschlag für eine **Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps** an. Auch diese Regulierungsinitiative ist den Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise geschuldet. Die neue Verordnung<sup>114</sup> trat im November 2012 in Kraft. Sie zielt vor allem darauf ab, das Entstehen systemischer Risiken zu verhindern. Der Basisrechtsakt (Short Selling Regulation = SSR bezeichnet) findet auf Finanzinstrumente, Derivate und von einem Mitgliedstaat begebene Schuldinstrumente Anwendung. Die SSR verbietet ungedeckte Leerverkäufe von Finanzinstrumenten und sieht in Bezug auf gedeckte Leerverkäufe von Finanzinstrumenten Transparenzpflichten vor. Diese Regulierungsansätze tragen der Erfahrung Rechnung, dass Leerverkäufe und Credit Default Swaps zu einer Marktmanipulation verwendet werden können.<sup>115</sup> Problematisch ist insbesondere, wenn ein Investor Aktien leerverkauft und gleichzeitig falsche Gerüchte bezüglich des Emittenten streut (*Bear Raids*). Ferner kann sich aus Leerverkäufen ein irreführendes Signal an den Kapitalmarkt ergeben (*Abusive Naked Short Sellings*). 47

## XVI. Regulierung von OTC-Derivaten (2012)

Derivate spielen auf den Finanzmärkten eine bedeutende Rolle. Sie können zur Spekulation eingesetzt werden oder dienen zur Absicherung von Risiken (*Hedging*). OTC-Derivate machen nach Angaben der Europäischen Kommission etwa 80% aller gehandelten Derivate aus. Das Volumen des OTC-Derivatemarktes nach dem Nominalwert betrug Ende Dezember 2009 nahezu 615 Billionen USD.<sup>116</sup> Die Finanzmarktkrise, insbesondere die Insolvenz von Lehman Brothers und der Bailout von AIG, offenbarten verschiedene Defizite des Marktes für OTC-Derivate. Dies veranlasste die Europäische Kommission zu mehreren regulatorischen Maßnahmen. Die Neuregelung der MiFID zielte darauf ab, dass Derivate in Zukunft auf regulierten Märkten gehandelt werden.<sup>117</sup> Ferner stellt die **Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR)**<sup>118</sup> mehr Sicherheit und Transparenz für die Derivatmärkte in Europa sicher. Mit diesem Regelwerk soll vor allem das Risiko des Ausfalls einer der Vertragsparteien begrenzt werden. Es müssen grundsätzlich alle Transaktionen mit OTC-Derivaten in der EU an Transaktionsregister gemeldet werden. Ferner werden standardisierte OTC-Derivate durch zentrale Gegenparteien abgewickelt. 48

<sup>114</sup> 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 Nr. L 86 v. 24.3.2012, S. 1 (SSR).

<sup>115</sup> Vgl. *Payne*, 13 EBOR (2012), 413, 416f.

<sup>116</sup> Kommission, Making derivatives markets in Europe safer and more transparent, 15. September 2010.

<sup>117</sup> Vgl. *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557, 1561 ff.

<sup>118</sup> Verordnung (EU) Nr.648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.7.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, Abl. EU Nr. L 201 v. 27.7.2012, S. 1. Vgl. für einen Vergleich mit den Reformen in den USA *Lehmann*, RdF 2011, 300–309.

## XVII. Regulierung von Benchmarks (2013 bis 2016)

- 49 Die Manipulation des Libor- und Euribor-Referenzzinssatzes durch Großbanken<sup>119</sup> veranlasste die Europäische Kommission im September 2013, eine Verordnung vorzuschlagen, die Vorgaben für die Bereitstellung von Indizes macht.<sup>120</sup> Die praktische Bedeutung von Referenzkennzahlen ist enorm. Die Zahlen dienen Marktteilnehmern als Referenzwert, um Preise von Finanzinstrumenten zu bestimmen. Die **Benchmark-Verordnung** (BR) vom 8. Juni 2016<sup>121</sup> soll vor allem die Integrität und Zuverlässigkeit von Referenzwerten sicherstellen. Der Gesetzgeber hat ferner in der MAR und CRIM-MAD ein aufsichtsrechtliches und strafrechtliches Verbot der Benchmark-Manipulation vorgesehen, das den gemeinsamen Rechtsrahmen der BR zur Sicherstellung der Genauigkeit und Integrität von Indizes ergänzt.

## XVIII. Phase 5: Kapitalmarktunion (seit 2015)

- 50 Die fünfte Phase der europäischen Kapitalmarktregulierung zielt auf die Herstellung einer Kapitalmarktunion ab. Es handelt sich um ein gewaltiges Projekt der Europäischen Union, das von der Europäischen Kommission unter der Präsidentschaft von *Jean-Claude Juncker* 2015 mit einem Aktionsplan initiiert und seit 2020 von der Europäischen Kommission unter der Präsidentschaft von *Ursula von der Leyen* auf der Grundlage eines neuen Aktionsplans weitergeführt wird. Bereits 2015 reklamierte die Kommission: „Um Europa wieder auf einen Wachstumspfad zu führen, muss es gelingen, **Investitionen in europäische Unternehmen und Infrastruktur zu mobilisieren**.“<sup>122</sup> Es ging der Europäischen Kommission darum, einen „echten Binnenmarkt“ zu verwirklichen. Der Aktionsplan 2015 bricht dieses Anliegen auf sechs Ziele der Kapitalmarktunion herunter:<sup>123</sup> Es sollen (i) neue Finanzierungsquellen für Unternehmen, insbesondere kleine und mittlere Unternehmen, erschlossen werden; (ii) die Kosten der Kapitalaufnahme gesenkt werden; (iii) das Angebot für Sparer in der gesamten EU erweitert werden; (iv) grenzübergreifende Investitionen erleichtert und mehr ausländische Investitionen in der EU angezogen werden; (v) langfristige Projekte unterstützt und (vi) das Finanzsystem der EU stabiler, widerstandsfähiger und wettbewerbsfähiger gemacht werden.
- 51 Das Projekt der Kapitalmarktunion ist vor dem Hintergrund zu würdigen, dass die Kapitalmarktfinanzierung in Europa im Unterschied zu den USA eine weit geringere Bedeu-

<sup>119</sup> Details zum Libor-Skandal bei *Wheatley*, Review of LIBOR Final Report, 2012.

<sup>120</sup> Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Benchmark verwendet werden, 18.9.2013, KOM(2013) 641 endg.

<sup>121</sup> Verordnung (EU) Nr. 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 208/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, Abl. EU Nr. L 171 v. 29.6.2016, S. 1 (BR).

<sup>122</sup> Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.2.2015, COM(2015) 63 final.

<sup>123</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, 30.9.2015, COM(2015) 468 final.

tung hat als die Bankenfinanzierung und die Kapitalmärkte in der Union unterschiedlich entwickelt sind.<sup>124</sup> Die EU hat daher unter der *Juncker*-Administration eine Fülle an legislatorischen und nicht-legislatorischen Maßnahmen ergriffen, um den Kapitalmarktzugang zu verbessern. Diese Maßnahmen brauchen nicht alle aufgeführt zu werden. Es sollen nur die wichtigsten Reformen dargestellt werden.

## XIX. Prospekt-Verordnung

Als eine der wichtigsten Maßnahmen zur Verwirklichung der Kapitalmarktunion kann die Reform des Prospektrechts angesehen werden. Der europäische Gesetzgeber hat die 2003 verabschiedete und 2011 reformierte Prospekt-Richtlinie durch eine Verordnung ersetzt und dadurch eine einheitliche Rechtslage für das öffentliche Angebot und die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt geschaffen. Die seit dem 21.7.2019 anwendbare **Prospekt-Verordnung (EU) 2017/1129 (PR)** ist in allen Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbar.<sup>125</sup>

Erwägungsgrund 4 der PR erklärt die Rechtsvereinheitlichung damit, dass divergierende Ansätze eine Fragmentierung des Binnenmarkts zur Folge hätten. Es sei „ohne einen harmonisierten Rahmen [...] wahrscheinlich, dass durch Unterschiede im Recht der Mitgliedstaaten Hindernisse für das reibungslose Funktionieren des Wertpapierbinnenmarkts entstehen.“ Im Erwägungsgrund 5 wird ergänzend ausgeführt, dass „selbst geringe Unterschiede [...] zu erheblichen Beeinträchtigungen bei grenzüberschreitenden Angeboten von Wertpapieren, bei Mehrfachnotierungen an geregelten Märkten und bei den Verbraucherschutzvorschriften der Union führen“ würden. Der Einsatz einer Verordnung soll zudem „die Regulierungskomplexität sowie die Such- und Compliance-Kosten für die Unternehmen verringern.“ Dies dürfte vor allem bei grenzüberschreitenden Angeboten zutreffend sein. Freilich geht die Rechtsvereinheitlichung mit einer Fülle an Level 2-Verordnungen einher, die eine gewaltige Regulierungskomplexität bedeuten und beträchtliche Kapitalkosten zur Folge haben können.

## XX. Verbriefungs-Verordnung

Die Verbriefungs-Verordnung (EU) 2017/2402 (SR)<sup>126</sup> ist eine bedeutsame Maßnahme der Investitionsoffensive für Europa. Sie soll zu einer Neubelebung des Verbriefungsmarkts in Europa beitragen, der aufgrund der Finanzmarktkrise zusammengebrochen war. Verbie-

<sup>124</sup> Vgl. *Parmentier*, ECFR 2017, 242, 244.

<sup>125</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, Abl. EU Nr. L 168 v. 30.6.2017, S. 12 (PR).

<sup>126</sup> Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12.12.2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012, Abl. EU Nr. L 347 v. 28.12.2017, S. 35 (SR).

fungen von Darlehensforderungen erfüllen wichtige Funktionen. Sie ermöglichen eine breite Risikosteuerung im Finanzsystem und können zur Entlastung der Bilanz des Originators (Unternehmen, das Darlehen gewährt, diese verbrieft und dann gebündelt veräußert) beitragen.

- 55 Die SR führt einen **risikoorientierten Aufsichtsrahmen für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen** ein (sog. STS-Verbriefung).<sup>127</sup> Ein zentraler Regelungsansatz besteht darin, den Risiken für Anleger zu begegnen. In der Finanzmarktkrise hat sich eindrücklich gezeigt, dass sich aus den verbrieften Kreditrisiken (sog. Subprime-Kredite) vor allem Ausfallrisiken für Anleger ergeben. Ferner können Agency-Risiken, operationelle Risiken sowie Liquiditäts- und Konzentrationsrisiken bestehen.<sup>128</sup> Ein wichtiges Instrument des Anlegerschutzes ist die Offenlegung relevanter Informationen in sog. STS-Meldungen. Die Verbriefungs-Verordnung begründet aber auch aufsichtsrechtliche Sorgfaltspflichten für institutionelle Anleger (Due Diligence).

## XXI. ESA Review

- 56 Die rechtspolitisch hoch umstrittene Reform der 2009 errichteten ESAs (EBA, EIOPA, ESMA)<sup>129</sup> hat zu keinen grundlegenden Änderungen der Aufgaben und Governance der Agenturen in den Gründungsverordnungen geführt. Freilich wurden ihre Mandate erweitert, denn die ESAs sollen nunmehr auch ESG-Belange berücksichtigen. Der Gesetzgeber hat zudem die Befugnisse der ESAs zur Förderung von Aufsichtskonvergenz gestärkt.<sup>130</sup> Aus der Perspektive der Finanzmarktteilnehmer wichtig ist, dass der Gesetzgeber zugleich die Legitimität von Leitlinien und Empfehlungen sowie Q&A der ESAs (Level 3-Maßnahmen) verbessert hat. Ferner hat er der ESMA die Aufgabe überantwortet, bestimmte Datenbereitstellungsdienste, Administratoren kritischer Referenzwerte sowie Referenzwerte aus Drittstaaten zu beaufsichtigen.

<sup>127</sup> Ausführliche Analyse bei *Anschütz*, Regelungskonzepte im neuen europäischen Verbriefungsrecht. Kapitalmarktregulierung zur Wiederherstellung von Vertrauen in Verbriefungen, 2020.

<sup>128</sup> Vgl. Erwägungsgrund 9 Verbriefungs-VO.

<sup>129</sup> Verordnung (EU) 2019/2175 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.12.2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), der Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente, der Verordnung (EU) 2016/1011 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und der Verordnung (EU) 2015/847 über die Übermittlung von Angaben bei Geldtransfers, Abl. EU Nr. L 334 v. 27.12.2019, S. 1.

<sup>130</sup> Vgl. zur Bedeutung der Aufsichtskonvergenz *Moloney*, ECFR 2016, 376, 410–420.

## XXII. Verbesserung der Start-up- und KMU-Finanzierung

Beim Crowdfunding wird Geld für einen bestimmten Zweck über das Internet auf einer Plattform (meist von einer Vielzahl an Personen) eingeworben. In Europa hat sich das Crowdfunding (Schwarmfinanzierung) für Start-up-Unternehmen als kostengünstige Alternative zur Bankenfinanzierung erwiesen, vor allem für Unternehmer, die mit ihren Projekten noch ganz am Anfang stehen.<sup>131</sup> Der Markt ist seit 2011 beträchtlich gewachsen. Die Regulierungsansätze in den Mitgliedstaaten sind disparat und reflektieren unterschiedliche Vorstellungen über die Bedürfnisse eines durch Aufsichts- und Haftungsrecht verwirklichten Anlegerschutzes. Daran ändert auch die **Verordnung über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen** nichts. Das 2018 von der Kommission vorgeschlagene<sup>132</sup> und Ende 2020 verabschiedete Regelwerk (European Crowdfunding Service Provider Regulation – ECSPR)<sup>133</sup> schafft ein optionales eigenständiges Regime, das sich zu den nationalen Regelungen über das Crowdfunding gesellt. Wenn eine Plattform das europäische Regime für Crowdfunding-Dienstleistungen anwendet, braucht es die nationalen Vorgaben nicht zu beachten. Sie soll EU-weit tätig sein können und dafür nur der Zulassung durch die nationale Aufsichtsbehörde bedürfen.<sup>134</sup> Der Regelungsansatz kann zu einem produktiven Wettbewerb zwischen den mitgliedstaatlichen Rechten und dem europäischen Recht führen.<sup>135</sup>

Der US-amerikanische Gesetzgeber hatte mit dem sog. Jobs Act das Ziel verfolgt, den Zugang zu Kapitalmärkten für Wachstumsunternehmen zu erleichtern und zu fördern.<sup>136</sup> Auch der europäische Gesetzgeber verfolgt dieses Ziel. Er hat mit der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) die Kategorie des „KMU-Wachstumsmarkts“ geschaffen. Diese Kategorie ist als ein „Qualitätssiegel“ für die alternativen Handelsplätze gedacht, die von europäischen Börsen bereits betrieben wurden. Das Qualitätssiegel soll den Bekanntheitsgrad der existierenden Märkte und ihr Ansehen erhöhen sowie zur Entwicklung gemeinsamer unionsweiter Regulierungsstandards für solche Märkte beitragen. Es hat sich allerdings früh gezeigt, dass die Marktbetreiber keine großen Vorteile in dem neuen Label sahen. Die Europäische Kommission unterbreitete daher bereits am 24.5.2018 einen Vorschlag zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur **Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten**. Die Verordnung (EU) 2019/2115 wurde am 27.11.2019 verabschiedet. Es handelt sich um eine „kleine Reform“, die den Verwaltungsaufwand verringern und Bürokratie abbauen und so für größere Liquidität an den KMU-Wachstumsmärkten sorgen soll. Die Problematik, dass für die gelisteten KMU kaum

<sup>131</sup> Vgl. *Klöhn*, ZIP 2017, 2125, 2128.

<sup>132</sup> Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, COM/2018/0113 final.

<sup>133</sup> Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7.10.2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen, Abl. EU Nr. L 347 v. 20.10.2020, S. 1; ferner Richtlinie (EU) 2020/1504 vom 7.10.2020, Abl. EU Nr. L 347 v. 20.10.2020, S. 50.

<sup>134</sup> Nach dem Kommissionsvorschlag sollte die Zulassung durch die ESMA erfolgen.

<sup>135</sup> Vgl. *Casper*, in: FS K. Schmidt, 197, 200–211.

<sup>136</sup> Ausführliche rechtsvergleichende Analyse bei *Veil*, Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen, 2016.

Research vorhanden ist,<sup>137</sup> bleibt freilich ungelöst. Ein weiteres Manko besteht darin, dass nur für Emittenten auf KMU-Wachstumsmärkten die Verwaltungslast durch geringere regulatorische Anforderungen reduziert wird. Dieser marktbezogene Ansatz wird kritisiert, denn Voraussetzung für die Erleichterungen ist die Registrierung des Segments als KMU-Wachstumsmarkt durch die zuständige Aufsichtsbehörde. Stellt ein Marktbetreiber keinen Registrierungsantrag, laufen die Erleichterungen für KMU ins Leere.

## XXIII. Sustainable Finance

- 59 Die Teilnehmer der UN-Klimakonferenz in Paris einigten sich 2015 darauf, dass „Finanzmittelflüsse in Einklang gebracht werden sollten mit einem Weg hin zu einer hinsichtlich der Treibhausgase emissionsarmen und gegenüber Klimaänderungen widerstandsfähigen Entwicklung.“<sup>138</sup> Die EU trägt dieser Verpflichtung Rechnung und gestaltet seitdem das Finanzmarktrecht um. Sustainable Finance hat innerhalb der Kapitalmarktunion eine hohe Priorität erhalten.<sup>139</sup> Die von der Europäischen Kommission eingesetzte High-Level Expert Group (HLEG) hatte 2018 ein Bündel an Maßnahmen vorgeschlagen.<sup>140</sup> Die wichtigsten hat der europäische Gesetzgeber bereits umgesetzt. Von zentraler Bedeutung ist zunächst die **Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (SFDR)**.<sup>141</sup> Die Verordnung begründet diverse Publizitätspflichten für institutionelle Investoren über die Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken eines Finanzprodukts und über die Nachhaltigkeit von Kapitalanlagen. Die **Verordnung (EU) 2020/852 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen (SFTaxR)**<sup>142</sup> bestimmt, wie die ökologische Nachhaltigkeit von Investitionen rechtsverbindlich beurteilt werden kann. Sie sieht sechs Umweltziele vor und regelt, unter welchen Voraussetzungen eine Wirtschaftstätigkeit erheblich zu den Umweltzielen beiträgt.
- 60 Mit den neuen Regelwerken soll Finanzmarktrecht für die Erreichung umweltschutzrechtlicher Ziele eingesetzt werden. Die europäische Gesetzgebung verfolgt aber keine systemfremden Strategien.<sup>143</sup> Ein auf Förderung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten ausgerichtetes Finanzprodukt ist rechtsökonomisch betrachtet ein Vertrauensgut.<sup>144</sup> Die kapitalmarktrechtlichen Offenlegungsregime für den Primär- und Sekundärmarkt haben bislang nicht bezweckt, Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und An-

137 Vertiefend zu den Informationsproblemen bei der KMU-Finanzierung *Schammo*, ECFR 2017, 271–313.

138 Art. 2 Abs. 1 lit. c) Pariser Übereinkommen.

139 *Parmentier*, ECFR 2017, 242, 248.

140 EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG), *financing a Sustainable European Economy*, Final Report 2018.

141 Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, Abl. EU Nr. L 317 v. 9.12.2019, S. 1 (SFDR).

142 Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.6.2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, Abl. EU Nr. L 198 v. 22.6.2020, S. 13 (SFTaxR).

143 *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, 671, 693.

144 *Bueren*, ZGR 2019, 813, 858.

bietern von Kapitalanlagen auf der einen und Anlegern auf der anderen Seite bezüglich Nachhaltigkeitsrisiken und grüner Eigenschaften von Finanzprodukten auszugleichen. Zudem ist es angesichts des schillernden Begriffs der ökologischen Nachhaltigkeit sinnvoll, dass der Gesetzgeber die offenzulegenden Informationen definiert und in Berichtsformaten strukturiert.<sup>145</sup>

## XXIV. Aktionsplan 2020

Die Europäische Kommission unter der Präsidentschaft von *Ursula von der Leyen* verfolgt das 2015 begonnene Projekt der Kapitalmarktunion weiter. Den Begriff der Kapitalmarktunion benutzt sie freilich weiterhin missverständlich.<sup>146</sup> Es geht der Kommission nicht um eine Kodifikation der Wertpapierregulierung in einem eigenständigen, auf gemeinsamen Wertungen beruhenden Gesetzbuch. Vielmehr hat sie im Sinn, durch ein Bündel an einzelnen legislatorischen und nicht-legislatorischen Maßnahmen den Binnenmarkt für Kapital zu vertiefen, um Wachstum und Beschäftigung zu fördern. Erneut liegt ein Hauptaugenmerk darauf, Investitionen zu attrahieren.<sup>147</sup>

Ein zentrales Thema der zweiten Phase der Kapitalmarktunionen ist die **Digitalisierung der Finanzmärkte**. Die Europäische Kommission hatte bereits 2018 einen Fintech-Aktionsplan vorgestellt. Dem Finanzsektor sollte es ermöglicht werden, „die Fortschritte bei neuen Technologien wie Blockchain, künstliche Intelligenz und Cloud-Diensten für sich zu nutzen. Gleichzeitig sollen die Märkte sicherer und für neue Marktteilnehmer leichter zugänglich werden.“<sup>148</sup> Der Vorschlag für eine Crowdfunding-Verordnung (s. Rn. 57) gehörte zu den ersten Initiativen der Kommission.

Die weiteren im Aktionsplan aufgeführten Maßnahmen zur Harmonisierung des Insolvenzrechts und Förderung grenzüberschreitender Investitionen greifen Vorschläge des von der Europäischen Kommission 2019 eingerichteten High-Level Forums<sup>149</sup> auf. Ein essentielles Element der zeitgleich mit dem Aktionsplan bekanntgegebenen **Digital Finance Strategy** der Europäischen Kommission ist die Einführung eines Rechtsrahmens bis 2024, der den Einsatz der **Distributed Ledger Technologie (DLT)** für **Crypto-Assets** erlaubt.<sup>150</sup>

Nicht minder relevant sind die weiteren, im April 2021 veröffentlichten Initiativen der Europäischen Kommission über ein nachhaltiges Finanzwesen, die das bereits etablierte Regelwerk über **Sustainable Finance** (s. Rn. 59) ergänzen sollen. Eine delegierte Verordnung zur EU-Klimataxonomie zielt darauf ab, Investitionen in nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten zu fördern. Darüber hinaus sollen sechs delegierte Rechtsakte dazu beitragen, dass Wertpapierfirmen, Vermögensverwalter und Versicherer das Thema Nachhaltigkeit beim

<sup>145</sup> *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, 671, 694; *Bueren*, ZGR 2019, 813, 859.

<sup>146</sup> Ähnlich bereits *Ringe*, 9 LFMR (2015), 5, 7: „*The name is more symbolic than real, as the substance falls short of achieving a fully unified capital market across the EU.*“

<sup>147</sup> Europäische Kommission, Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan, 24.9.2020, COM(2020) 590 final.

<sup>148</sup> Mitteilung der Europäischen Kommission: FinTech-Aktionsplan: Für einen wettbewerbsfähigeren und innovativeren EU-Finanzsektor, 8. März 2018, COM(2018) 109.

<sup>149</sup> A new Vision for Europe's Capital Markets, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, June 2020.

<sup>150</sup> Siehe *R. Veil* § 10 Rn. 25 ff.

Vertrieb von Finanzprodukten und der Beratung von Kunden berücksichtigen. Schließlich sollen Unternehmen in Zukunft verpflichtet sein, einen Nachhaltigkeitsreport zu veröffentlichen. Die Kommission schlägt vor, diese Pflicht in der CSR-Richtlinie (die sie auch als Non Financial Reporting Directive – NFRD – bezeichnet) vorzusehen.<sup>151</sup>

## XXV. Fazit

- 65 Blickt man auf die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts zurück, fällt auf, dass alle Etappen der Gesetzgebung durch Berichte hochrangiger Sachverständiger vorbereitet wurden, die regulatorische Defizite identifizierten. Der *Segré*-Bericht aus dem Jahr 1966 reklamierte eindringlich Missstände sowie enge und illiquide Märkte. Der *Lamfalussy*-Bericht aus dem Jahr 2000 kritisierte gravierende Mängel im Aufsichtssystem und der *de Larosière*-Bericht aus dem Jahr 2009 machte auf die Regulierungs- und Aufsichtsarbitrage aufmerksam, die für die Finanzmarktkrise mitursächlich war. Auch das Projekt der Kapitalmarktunion ist eine Reaktion auf regulatorische Defizite, denen die europäische Gesetzgebung im Austausch mit Experten und der Finanzindustrie begegnet. Die stets auf Integration bedachte Regulierung hat zu einer kaum noch zu überschauenden Anzahl von Verordnungen und Richtlinien geführt. Die gewaltige Komplexität der Regulierung erschwert selbst für Experten den Zugang zum Recht, hat Redundanzen und Wertungsunstimmigkeiten zur Folge. Dieser Problematik lässt sich letztlich nur durch eine **Kodifikation** der auf zahlreiche sog. Single Rulebooks verteilten **EU-Wertpapierregulierung** begegnen.<sup>152</sup>
- 66 Die weitgehende Rechtsvereinheitlichung auf europäischer Ebene ist auf das Aufsichtsrecht beschränkt. Das **Kapitalmarkt-Privatrecht** ist immer noch größtenteils eine rein mitgliedstaatliche Regelungsmaterie. Die zahlreichen Rechtsfragen sind durchaus von großer Bedeutung. Unter welchen Voraussetzungen Wertpapiere entstehen und übertragen werden können, bestimmt sich nach nationalem Privatrecht. Die Rechte der Anleger gegenüber Emittenten ergeben sich aus den nationalen privatrechtlichen Regeln über die Begebung von Anleihen und anderer Schuldtitle sowie den gesellschaftsrechtlichen Vorschriften über die Ausgabe von Aktien. Emittenten und Anleger stehen in der Regel in Vertragsbeziehungen zu Intermediären (insbesondere Banken und Wertpapierdienstleistungsunternehmen), so dass wiederum nationales Privatrecht anwendbar ist. Auch das Deliktsrecht kann Anlegern neben spezialgesetzlichen Vorschriften Schutz bieten und einen Schadensersatz ermöglichen. Keine dieser privatrechtlichen Materien wird durch EU-Recht harmonisiert. Die EU ist daher noch weit von einer wahren Integration der Wertpapiermärkte entfernt. Um sie zu erreichen, bedarf es mehr als der Einsetzung von Expertengruppen, die die Europäische Kommission für die nächste Legislaturperiode zu Gesetzeslücken und zur Modernisierung der Regelwerke beraten. Gefordert ist eine Weitsicht, die über die jeweilige Legislaturperiode hinausreicht. Die Kommission sollte die Möglichkeiten einer Harmonisierung des Kapitalmarkt-Privatrechts zu einem rechtspolitischen Thema der nächsten Dekade erklären.

<sup>151</sup> Siehe *R. Veil* § 2 Rn. 23.

<sup>152</sup> Vgl. *Veil*, in: FS K. Schmidt, 571–581.

## § 2 Begriff, Ziele und Regulierungskonzepte

### Literatur:

*Andenas, Mads/Chiu, Iris H.-Y.*, Financial Stability and Legal Integration in Financial Regulation, (2013) 38 E.L. Rev., 335–359; *Avgouleas, Emiliós*, What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from Behavioural Decision Theory and the Global Financial Crisis, in: MacNeil, Iain/O’Brian, Justin (Hrsg.), *The Future of Financial Regulation*, 2010, 205–225; *Bachmann, Gregor*, Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, ZHR 170 (2006), 144–177; *Bauerschmidt, Jonathan*, Financial Stability as the Objective of the Banking Union, ECFR 2020, 155–183; *Brüggemeier, Alexander F.P.*, Harmonisierungskonzepte im europäischen Kapitalmarktrecht, 2018; *Bueren, Eckart*, Die EU-Taxonomie nachhaltiger Anlagen, Teil I, WM 2020, 1611–1619, Teil II, WM 2020, 1659–1663; *Bumke, Christian*, Regulierung am Beispiel der Kapitalmärkte, in: Hopt, Klaus J./Veil, Rüdiger/Kämmerer, J. Axel (Hrsg.), *Kapitalmarktgesetzgebung im europäischen Binnenmarkt*, 2008, 107–141; *Buttigieg, Christopher P./Consiglio, John A./Sapiano, Gerd*, A Critical Analysis of the Rationale for Financial Regulation, Part I: Theories of Regulation, ECFR 2020, 419–436, Part II: Objectives of Financial Regulation, ECFR 2020, 437–477; *Ekkenga, Jens*, Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer “nachhaltigen” Realwirtschaft: Sinnvolle Instrumentalisierung oder schrittweise Demontage der Kapitalmärkte in Europa?, WM 2020, 1664–1674; *Ekkenga, Jens/Posch, Peter*, Die Klassifizierung umweltnützlicher „Wirtschaftstätigkeiten“ und ihrer Finanzierung nach neuem Unionsrecht und das Problem des Greenwashing, WM 2021, 205–213; *Fama, Eugene*, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. Fin. (1970), 383–417; *Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier*, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. (1984), 549–644; *Habersack, Mathias*, Marktmissbrauchsrecht und Aktienrecht – Zielkonflikte im Zusammenhang mit der Ad hoc-Publizitätspflicht, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), *FS 25 Jahre WpHG*, 2019, 217–235; *Heinze, Stephan*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, 1999; *Hell, Patrick A.*, Offenlegung nichtfinanzieller Informationen, 2020; *Hofschroer, Josef*, Market Making und Betreuung im Börsenaktienhandel, 2011; *Ipsen, Nils/Röh, Lars*, Mysterium Taxonomie, ZIP 2020, 2001–2010; *Klingenbrunn, Daniel*, Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität, 2018; *Klöhn, Lars*, Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, ZHR 177 (2013), 349–387; *Köndgen, Johannes*, Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung, in: Boele-Woelki, Katharina et al. (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag*, 2019, 671–700; *Langevoort, Donald C.*, Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience, in: Ferrarini, Guido/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Investor Protection in Europe – Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, 2006, 485–505; *Leyens, Patrick C.*, Die wirtschaftliche Betrachtungsweise im Kapitalmarktrecht: Kapitalmarkteffizienz, -publizität und -informationshaftung, in: WiR – Studiengesellschaft für Wirtschaft und Recht (Hrsg.), *Wirtschaftliche Betrachtungsweise im Recht*, 2020, 147–162; *Lo, Andrew W.*, The Adaptive market Hypothesis, 30 *Journal of Portfolio Management* (2004), 15–29; *Mattig Daniel*, Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht, 2019; *Mehring, Christoph*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007; *Milgrom, Paul*, Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications, 12(2) *Bell Journal of Economics* 1981, 380–391; *Mülbart, Peter O.*, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, ZHR 177 (2013), 160–211; *Mülbart, Peter O./Sajnovits, Alexander*, Vertrauen und Finanzmarktrecht, ZfPW 2016, 1–51; *Müller-Lankow, Hendrik*, Market Making, 2018; *Schinasi, Garry J.*, Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice, 2005; *Stahl, Carolin*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013; *Stark, Jürgen*,

Das internationale Finanzsystem, 2004; *Stefanski, Andreas*, Eigenhandel für andere, 2009; *Stumpp, Maximilian*, Die EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte – Eine belastbare Grundlage für Sustainable Finance in Europa?, ZBB 2019, 71–80; *Tountopoulos, Vassilios*, Delineating Transparency for Stock Corporations and its Prospects, in: Tountopoulos, Vassilios/Veil, Rüdiger (Hrsg.), Transparency of Stock Corporations in Europe, 2019, 353–363; *Veil, Rüdiger*, Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen, 2016; *Veil, Rüdiger*, Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard, WM 2020, 1093–1102; *Veil, Rüdiger*, Nachhaltigkeitsförderung durch Finanzmarktrecht, in: Burgi, Martin/Möslein, Florian (Hrsg.), Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften, 2021, 319–342; *Veil, Rüdiger/Deckert, Katrin/Kämmerer, Jörn A./Voigt, Christian*, Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung, 2019; *Werner, Kai*, Ein Publizitätskonzept, 2011.

## I. Begriff

- 1 In der Kapitalmarktrechtswissenschaft hat sich keine trennscharfe Bestimmung des Begriffs Kapitalmarktrecht herausgebildet. Es dürfte aber Einigkeit darüber bestehen, dass Kapitalmarktrecht (i) die **Organisation der Kapitalmärkte**, (ii) den **Zugang** zu ihnen und (iii) den **Handel von Wertpapieren auf Märkten und bilateral** (sog. Over-the-Counter-Geschäfte) zum Gegenstand hat.
- 2 Der erste Aspekt (**Organisation der Märkte**) hat eine lange Tradition in den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten. Märkte waren früher als **Börsen** organisiert. Die Gesetzgeber europäischer Staaten reagierten bereits im 19. Jahrhundert auf Manipulationen und Betrug durch Erlass von Börsengesetzen. Seit Anfang der 2000er Jahre haben die Börsen Konkurrenz bekommen. Märkte werden seitdem auch von Wertpapierfirmen betrieben; es besteht ein Wettbewerb zwischen den verschiedenen Arten von Handelsplätzen (geregelter Märkte, MTFs und OTFs), der nach der Vorstellung des europäischen Gesetzgebers bessere Bedingungen und Preise für Anleger zur Folge haben sollte. Die europäische Kapitalmarktregulierung knüpft zwar an den Begriff der Börse nicht mehr an. Der marktbezogene Ansatz des europäischen Rechts schließt es aber nicht aus, dass Märkte börslich verfasst sind. In Deutschland enthält das BörsG „Regelungen insbesondere zum Betrieb und zur Organisation von Börsen, zur Zulassung von Handelsteilnehmern, Finanzinstrumenten, Rechten und Wirtschaftsgütern zum Börsenhandel, zur Ermittlung von Börsenpreisen, zu den Zuständigkeiten und Befugnissen der Börsenaufsichtsbehörde“ (§ 1 Abs. 1 BörsG).
- 3 Kapitalmarktrecht handelt ferner vom **Zugang zu Kapitalmärkten**. Dieser Ausschnitt des Kapitalmarktrechts hat zwei Facetten. Zum einen geht es um den Zugang von **Emittenten** zu Kapitalmärkten, insbesondere als Alternative zur Bankenfinanzierung und zu Private Equity (Corporate Finance). Das europäische Recht verlangt von einem Emittenten für ein öffentliches Wertpapierangebot und eine Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem geregelten Markt, Anleger mit einem Wertpapierprospekt Informationen über alle relevanten Umstände zu geben, damit diese eine fundierte Anlageentscheidung treffen können. Ein Informationsdokument ist selbst dann erforderlich, wenn die Wertpapiere eines Emittenten auf einem weniger regulierten Kapitalmarkt (MTF oder OTF) gehandelt werden sollen oder wenn der Emittent im Wege des Crowdfunding Geld einsammeln möchte. Zum anderen ist der Zugang von **Anlegern** zu Kapitalmärkten reguliert. Anleger können an der Börse grundsätzlich Wertpapiergeschäfte nicht selbst tätigen, sondern nur durch Handelsteilnehmer, weil nur diese die notwendige Expertise für Geschäfte an der Börse haben. Auch können Anleger beim Erwerb besonders risikoreicher Wertpapiere beschränkt sein. In diesem Kontext wird auch das Recht der kollektiven Kapitalanlage relevant, das den Erwerb von Fondsanteilen zum Gegenstand hat. Anleger sind dann mittelbar an einer Vielzahl an Emittenten (deren Wertpapiere sich im Fondsvermögen befinden) beteiligt.

Schließlich umfasst das Kapitalmarktrecht die rechtlichen Anforderungen an einen **Handel von Wertpapieren**. Die Regeln waren in Deutschland früher vor allem im BörsG enthalten und bestanden im Übrigen aus höchstrichterlich entwickelten Grundsätzen (insbesondere zur Prospekthaltung) und rechtlich unverbindlichen Empfehlungen und Richtlinien der Börsensachverständigenkommission. Sie finden sich mittlerweile in den sog. Single Rulebooks der EU und, soweit es sich um Vermögensanlagen handelt, die vom europäischen Recht nicht erfasst sind, in nationalen Kapitalmarktgesetzen. Rechtssystematisch kann man das Wertpapierhandelsrecht in zwei Bereiche unterteilen. Der erste betrifft das allgemeine **Marktverhaltensrecht** für **Emittenten** von Wertpapieren und **Anleger**. Herzstück ist das Marktmissbrauchsrecht, das in Europa aus einer unionsweit geltenden Verordnung und harmonisierten nationalen Strafrechtsvorschriften besteht. Hinzu kommen Publizitätspflichten für Emittenten von Wertpapieren und für Anleger über preisrelevante Umstände, die den Marktteilnehmern eine fundierte Anlageentscheidung ermöglichen sollen. Der zweite Regelungsbereich betrifft das **Verhalten** und die **Organisation** von **Intermediären**, insbesondere Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, wie beispielsweise Anlageberatung und -vermittlung, Vermögensverwaltung, Finanzanalysen, etc. Weitere wichtige Informationsintermediäre sind Ratingagenturen, Stimmrechtsberater und Hersteller von Referenzwerten und Verbriefungen. Die aufsichtsrechtlichen Regime über Intermediäre haben sich zu einem eigenständigen Teilrechtsgebiet des Kapitalmarktrechts entwickelt, das zunehmend paternalistische Züge trägt. Dies gilt insbesondere für das Wertpapierdienstleistungsrecht, das verbraucher-schutzrechtliche Elemente aufweist. Hier sind zudem die Übergänge zum **Bankenrecht**<sup>1</sup> und zum **Versicherungsrecht** fließend.<sup>2</sup>

Kapitalmarktrecht ist eine Mischmaterie. Ein Großteil der Regelungen gehört zum **öffentlichen Recht**. Der Staat tritt den Anlegern, Emittenten und Intermediären als Hoheitsträger gegenüber und überwacht die Einhaltung der Regeln durch Aufsichtsbehörden. Deshalb werden die Regeln auch als **Aufsichtsrecht** bezeichnet. Diese Vorschriften sind nahezu vollständig im Unionsrecht vorgesehen. Ferner besteht das Kapitalmarktrecht aus zivilrechtlichen Regeln. Das einschlägige **Privatrecht** ist nicht unionsweit harmonisiert. Der Kauf von Wertpapieren ist ein Rechtskauf, der Eigentumserwerb erfolgt nach den Regeln des BGB und, da Anleger an Börsen nicht selbst tätig werden dürfen, sondern Banken als Kommissionäre einschalten müssen, nach den Regeln des HGB. Zwischen Intermediären auf der einen und Anlegern sowie Emittenten auf der anderen Seite bestehen häufig Vertragsbeziehungen. Die Rechte und Pflichten der Parteien ergeben sich in erster Linie aus dem anwendbaren Privatrecht. Ob die aufsichtsrechtlichen Regeln die Vertragspflichten eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bestimmen können, ist ungeklärt.<sup>3</sup> Für Wertpapierdienstleistungen gelten daher zwei Regelungsebenen: ein mittlerweile ausdifferenziertes und einheitliches Aufsichtsrecht (MiFID II und PRIIPS-Verordnung) und das nationale Privatrecht der Mitgliedstaaten. Ähnlich verhält es sich mit dem Regime der Kapitalmarktpublizität: neben dem für den Primär- und Sekundärmarkt geltenden Aufsichtsrecht besteht ein (fragmentarisch harmonisiertes) privatrechtliches Haftungsrecht.<sup>4</sup> Ob der

1 Vgl. zum Regelungsinhalt des Bankenaufsichtsrechts *Wundenberg*, Europäisches Bankenaufsichtsrecht, § 1 Rn. 7ff.

2 Siehe *F. Walla* § 11 Rn. 54.

3 Siehe zur Ausstrahlungswirkung von Wohlverhaltensregeln auf das Vertragsrecht *R. Veil* § 30 Rn. 71.

4 Das EU-Wertpapierprospektrecht (siehe *R. Veil* § 17 Rn. 83) und die Transparenz-Richtlinie (siehe *H. Brinckmann* § 18 Rn. 73) verlangen eine zivilrechtliche Haftung in den nationalen Rechtsordnungen, überlassen den Mitgliedstaaten aber weitgehend die Ausgestaltung der Haftungsnormen. Ferner sehen Art. 35a CRAR und Art. 11 PRIIPS-VO unmittelbar an-

EuGH in Zukunft ein Klagerecht von Anlegern anerkennen wird, um die Durchsetzung der aufsichtsrechtlichen Regeln zu verbessern, bleibt abzuwarten.<sup>5</sup> Schließlich kann **Strafrecht** anwendbar sein. Verstöße gegen aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln können mit Verwaltungsstrafen sanktioniert werden, die marktmissbrauchsrechtlichen Verbote können sogar mit Freiheitsstrafe durchgesetzt werden.

## II. Regelungsziele

- 6 Das Primärrecht der EU enthält keine expliziten Regelungen über die Ziele des Kapitalmarktrechts. Es sagt allerdings unmissverständlich, dass die EU einen Binnenmarkt errichtet (Art. 3 Abs. 3 EUV). Der Kapitalmarkt ist als ein Ausschnitt des Binnenmarkts zu begreifen. Ein integrierter Kapitalmarkt hat eine größere Anzahl an Kapitalanlagen zur Folge, so dass Anleger ihre Risiken besser diversifizieren können.<sup>6</sup> Eine breitere und größere Kapitalanlage hat wiederum geringere Kapitalkosten für Emittenten und geringere Transaktionskosten für Anleger zur Folge.<sup>7</sup> Die makro- und mikroökonomischen Effekte einer Integration der Kapitalmärkte sind enorm.<sup>8</sup> Dies erklärt, warum die EU mit dem Projekt der Kapitalmarktunion<sup>9</sup> die Regime noch weiter vereinheitlichen will.

### 1. Funktionsfähigkeit der Märkte und Anlegerschutz

- 7 Die kapitalmarktrechtlichen Basisrechtsakte verfolgen das Ziel, die institutionelle **Funktionsfähigkeit** der noch nicht vollständig integrierten **Märkte** in Europa zu gewährleisten.<sup>10</sup> Damit ist das „reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte“ gemeint.<sup>11</sup> Ein weiteres Regelungsziel besteht darin, dass effiziente Wertpapiermärkte eine bessere Kapitalallokation und eine Senkung der Kosten ermöglichen.<sup>12</sup> Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist ein Schutzgut, das in einer marktwirtschaftlichen Volkswirtschaft dem **öffentlichen Interesse** dient. Die Veranstaltung funktionsfähiger Kapitalmärkte ist eine staatliche Aufgabe.
- 8 Unter der **Allokationsfunktion** der Kapitalmärkte ist zu verstehen, dass das gesammelte Kapital (der privaten Haushalte, der institutionellen Anleger und der anlagensuchenden Unternehmen) dorthin fließen soll, wo der dringendste Bedarf an Investitionsmitteln herrscht und die höchste Rendite bei ausreichender Sicherheit der Anlage erzielt werden kann. Dazu bedarf es eines Ver-

---

wendbare Haftungsvorschriften vor. Diese Regeln verweisen aber hinsichtlich zentraler Anspruchsvoraussetzungen auf das nationale Recht. Siehe *R. Veil* § 27 Rn. 86.

5 Siehe *R. Veil* § 12 Rn. 23 ff.

6 Siehe *R. Veil* § 9 Rn. 17 ff.

7 Vgl. *Brügge*, Harmonisierungskonzepte im europäischen Kapitalmarktrecht, 79.

8 Vgl. *Brügge*, Harmonisierungskonzepte im europäischen Kapitalmarktrecht, 81 mit Hinweis auf Studien, wonach ein Kapitalbinnenmarkt die Kapitalkosten einer börsennotierten Gesellschaft um durchschnittlich 0,467 % senken soll.

9 Siehe *R. Veil* § 1 Rn. 50, 61.

10 Damit korrespondiert die Aufgabe der EMSA, die Integrität, Transparenz, Effizienz und das ordnungsgemäße Funktionieren der Finanzmärkte zu gewährleisten. Vgl. Art. 1 Abs. 5 lit. b) ESMA-VO.

11 Erwägungsgrund 2 MAR; Erwägungsgrund 7 PR.

12 Erwägungsgrund 1 TD.