

Europäisches Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von
Rüdiger Veil

Bearbeitet von
Hendrik Brinckmann, Philipp Koch,
Lars Teigelack, Rüdiger Veil, Nikolai Vokuhl,
Fabian Walla und Malte Wundenberg

2., neu bearbeitete Auflage

Mohr Siebeck

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort	V
Autorenverzeichnis	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXI
1. Kapitel: Grundlagen der Kapitalmarktgesetzgebung in Europa	1
§ 1 Rechtentwicklung	1
I. Einführung	2
II. <i>Segre</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) - - - -	12
X. Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005)	13
XI. Der <i>de Larosiere</i> -Bericht (2009)	14
XII. Phase 4: Auf dem Weg zu einer europäischen Aufsicht (2009 bis 2011)	15
XIII. Phase 5: Regulierung der Ratingagenturen (2009 bis 2013)	15
XIV. Noch Phase 5: Überarbeitung der Rahmenrichtlinien (seit 2009). . .	16
XV. Noch Phase 5: Regulierung von Leerverkäufen (2012)	20
XVI. Noch Phase 5: Regulierung von OTC-Derivaten (2012)	20
XVII. Noch Phase 5: Regulierung von Benchmarks (2013)	21
XVIII. Fazit	21

§ 2 Begriff und Ziele des Kapitalmarktrechts	23
I. Begriff	23
II. Regelungsziele	24
1. Funktionsfähigkeit der Märkte und Anlegerschutz	24
2. Finanzstabilität	26
III. Regelungskonzepte	27
1. Transparenz und Verbote	27
2. Kontrollordnung	28
§ 3 Gesetzgebungskompetenzen	29
I. Rechtsgrundlagen	29
II. Kompetenznormen	30
1. Koordination von Bestimmungen zum Schutz der Gesellschafter und Gläubiger	30
2. Koordination der Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten	31
3. Verwirklichung des Binnenmarktes . . .	32
III. Instrumente der Rechtssetzung	32
1. Überblick	32
2. Verordnung	33
3. Richtlinie	34
§ 4 Rechtssetzungsverfahren und Regulierungsstrategien	37
I. Der Begriff der Kapitalmarktregulierung	40
II. Regulierungsprozess	41
1. Das europäische Rechtssetzungsverfahren	41
a) Historie	42
b) Ablauf des <i>Lamfalussy</i> // -Verfahrens	43
aa) Stufe 1: Rahmenrechtsakte	43
bb) Stufe 2: Delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechts- akte	43
cc) Stufe 3: Empfehlungen und Leitlinien	46
dd) Stufe 4: Kontrolle der mitgliedstaatlichen Rechtsumsetzung	47
2. Bewertung	48
III. Regulierungsstrategien	49
1. Mindest- und Vollharmonisierung im europäischen Kapitalmarkt- recht	49
a) Begriffserläuterungen	49
b) Vor- und Nachteile beider Konzepte	51
c) Tendenz zur Vollharmonisierung	52
2. Regulierungskonzepte in den Mitgliedstaaten	52
a) Umsetzung des Unionsrechts	53
b) Flankierendes nationales Recht	53

c) Sonderfall: Die prinzipienbasierte Regulierung im Vereinigten Königreich	54
aa) Grundlagen	54
bb) Auswirkungen der <i>principles based regulation</i> auf die Ebene der Rechtsdurchsetzung	56
cc) Bewertung	56
dd) Ausblick	57
d) Selbstregulierung in den mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen . .	58
§5 Rechtsquellen und Auslegung	59
I. Rechtsquellen	59
1. Europäisches Recht	60
a) Rahmenrichtlinien und konkretisierende Rechtsakte	60
aa) Marktmissbrauchsrichtlinie	60
bb) Prospektrichtlinie	61
cc) Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente	61
dd) Transparenzrichtlinie	62
b) Übernahmerichtlinie	62
c) Verordnung über Ratingagenturen	63
d) Verordnung über Leerverkäufe	63
e) Verordnungen über die europäischen Aufsichtsbehörden	64
f) Sonstige Rechtsakte	64
2. Nationale Rechte der Mitgliedstaaten	65
a) Deutschland	65
b) Frankreich	67
c) Italien	68
d) Österreich	68
e) Schweden	69
f) Spanien	70
g) Vereinigtes Königreich	70
II. Auslegung	72
1. Bedeutung autonomer und richtlinienkonformer Auslegung	72
2. Bedeutung der Leitlinien und Empfehlungen der ESMA	73
3. Auslegungsgrundsätze	75
a) Wortlaut	75
b) Rechtssystematische Auslegung	76
c) Historische Auslegung	77
d) Teleologische Auslegung	79
§6 Kapitalmarktrecht in Forschung und Lehre	83
I. Kapitalmarktrecht als Gegenstand rechtswissenschaftlicher Forschung	84
1. Intradisziplinarität	86
a) Rechtsnatur	86
b) Auslegung	87

c) Abstimmung mit anderen Gebieten des Unternehmens- und Wirtschaftsrechts	89
aa) Bilanzrecht	89
bb) Gesellschaftsrecht	90
2. Modell des <i>Homo Oeconomicus</i> oder Behavioral Finance?	91
a) Grundannahme: Rationalität	91
b) Verhaltensanomalien	92
aa) Ankereffekt	93
bb) Selbstüberschätzung (<i>Overconfidence</i>)	93
cc) Fairness	93
dd) Prospect Theory/Framing	94
ee) Hindsight Bias (Rückschaufehler)	94
ff) Representativeness/Availability/Saliency	95
c) Relevanz verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse für das Kapitalmarktrecht	95
II. Kapitalmarktrecht als eigenständiges Rechtsgebiet in der Lehre - - - -	97
III. Ausblick	99
2. Kapitel: Grundlagen des Kapitalmarktrechts	103
§7 Kapitalmärkte	103
I. Überblick	103
1. Handelsplatz	103
2. Primär- und Sekundärmärkte	105
3. Börsen	107
II. Geregelte Kapitalmärkte	108
1. Anwendungsbereich der kapitalmarktrechtlichen Rechtsakte - - - -	108
2. Begriffsbestimmung	110
3. Segmente	112
§8 Finanzinstrumente	113
I. Einführung	113
II. Wertpapiere	114
1. Begriffsbestimmung der Richtlinien	114
2. Aktien	115
3. Schuldverschreibungen (Anleihen)	116
4. Derivate	117
§9 Kapitalmarktteilnehmer	119
I. Einführung	119
II. Emittenten	121
III. Anleger	122
IV. Sonstige Personen	125

§ 10 Marktzugang und -austritt	127
I. Emission von Aktien	127
II. Zulassung der Aktien zum Handel	128
III. Marktaustritt	129
§11 Kapitalmarktaufsicht in Europa	131
I. Einleitung	134
II. Unionsrechtliche Vorgaben an die Kapitalmarktaufsicht	134
1. Institutionelle Gestaltung	134
2. Befugnisse	135
a) Mindestmaß-Befugnisse	135
b) Flankierende Generalklauseln	136
III. Nationale Ausgestaltungen der Kapitalmarktaufsicht	137
1. Institutionelle Verankerung	137
a) Das Allfinanzmodell	137
b) Das Modell der sektoralen Aufsicht	139
c) Mischformen	139
d) Twin-peaks-Modell	139
e) Vorzugswürdigkeit eines Aufsichtsmodells?	140
2. Binnenorganisation und Unabhängigkeit	141
3. Sanktionsbefugnisse	141
a) Verwaltungsrechtliche Bußgelder	142
b) Sonstige verwaltungsrechtliche Mittel	143
c) Reformentwürfe	143
d) Strafverfolgungsbefugnisse der Aufsichtsbehörden	144
4. Amtshaftung	144
5. Ressourceneinsatz und Sanktionsaktivität	145
IV. Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsinstitutionen	145
1. Aufsichtskooperation in der Europäischen Union	146
2. Kooperationen mit Drittstaaten	147
V. Wettbewerb der mitgliedstaatlichen Aufsichtsinstitutionen	148
VI. Die europäische Ebene der Aufsicht	149
1. Das europäische Finanzmarktaufsichtssystem	150
a) Makroebene	150
b) Mikroebene	150
2. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)	151
a) Binnenorganisation	152
b) Unabhängigkeit und Budgetautonomie	153
c) Eingriffsbefugnisse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden	153
aa) Verstöße gegen das EU-Recht	154
bb) Krisen- und Streitfall	155
(1) Krisenfall	155
(2) Streit zwischen Aufsichtsbehörden in grenzüberschreitenden Fällen	155

(3) Nationale Haushaltsautonomie als Grenze der ESMA-Befugnisse	156
d) Direkte Aufsichtsbefugnisse gegenüber den Marktteilnehmern . . .	156
aa) Warnungen und Verbote von Finanzaktivitäten	156
bb) Aufsicht über die Ratingagenturen und Transaktionsregister	157
e) Rechtssetzungskompetenzen	157
aa) Rechtsakte ohne Außenwirkung: Leitlinien und Empfehlungen	158
bb) Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards. . .	159
(1) Technische Regulierungsstandards	159
(2) Technische Durchführungsstandards	160
(3) Bewertung	161
f) Rechtsschutz	162
g) Amtshaftung	162
h) Zugang zu Dokumenten	163
3. Gesamtbewertung der Rolle der ESMA	163
§12 Sanktionen	165
I. Einführung	166
II. Vorgaben der europäischen Rechtsakte	168
1. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	168
2. Zivilrechtliche Sanktionen	169
III. Rechtslage in den Mitgliedstaaten	170
1. Deutschland	171
2. Frankreich	173
3. Italien	174
4. Schweden	174
5. Spanien	175
6. Vereinigtes Königreich	176
IV. Reformen	178
1. Reformbedürfnis	178
2. Aufsichtsrechtliche Regelungsebene <i>{public enforcement}</i>	179
a) Regelungen zur Aufdeckung und Ermittlung von Rechtsverstößen	179
b) Aufsichtsmaßnahmen	180
c) Sanktionen	180
3. Entwicklung des <i>private enforcement</i>	182
V. Ausblick	183

3. Kapitel: Marktintegrität	185
§13 Insiderrecht	185
I. Einführung	188
II. Regelungskonzeption	190
1. Vorgaben des europäischen Rechts	190
a) Insiderverbote	191
b) Veröffentlichungspflichten	192
c) Organisationspflichten	193
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	193
a) Deutschland	194
b) Frankreich	195
c) Italien	195
d) Österreich	196
e) Schweden	197
f) Spanien	197
g) Vereinigtes Königreich	198
3. Reform	200
III. Begriff der Insiderinformation	201
1. Bedeutung	201
2. Begriffsverständnis der europäischen Rechtsakte	202
a) Definition	202
aa) Präzise Information	203
(1) Hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts zukünftiger Umstände und Ereignisse	203
(2) Zwischenschritte in mehrstufigen Prozessen	205
bb) Kursbeeinflussungspotenzial	207
cc) Bezug auf einen Emittenten von Finanzinstrumenten - - - -	208
b) Beispiele nach CESR	209
c) Sonderregeln für Warenderivate und <i>front running</i>	210
3. Praxis in den Mitgliedstaaten	211
a) Überblick	211
b) Deutschland	211
aa) Eingetretene und zukünftige Umstände	212
bb) Eignung zur Kursbeeinflussung	214
c) Vereinigtes Königreich	216
4. Reformen	218
IV. Verbotene Handlungen	219
1. Überblick	219
2. Erwerbs- und Veräußerungsverbot	219
a) Vorgaben des Unionsrechts	219
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	220
c) Auslegungen des EuGH und Folgerungen für die Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	221

3. Weitergabeverbot	223
a) Vorgaben des Unionsrechts	223
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	225
4. Verleitungsverbot	226
a) Vorgaben des Unionsrechts	226
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	226
5. Ausnahmen von den Verboten	227
V. Aufsicht	228
1. Vorgaben des europäischen Rechts	228
a) Aufgaben und Befugnisse der Behörden	228
b) Insiderverzeichnisse	229
c) Anzeigepflichten	230
2. Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	231
a) Deutschland	231
b) Vereinigtes Königreich	232
c) Schweden	233
VI. Sanktionen	233
1. Strafen und Geldbußen	233
a) Regelungstechniken	234
aa) Deutschland	234
bb) Vereinigtes Königreich	235
b) Sanktionsrahmen für Strafen und Geldbußen	236
c) Reform	237
2. Bekanntmachungen	238
3. Schadensersatz	239
VII. Fazit	240
§ 14 Marktmanipulation	243
I. Einführung	244
II. Regelungskonzeption	246
1. Europäische Vorgaben	246
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	247
III. Anwendungsbereich	248
1. Persönlicher Anwendungsbereich	248
2. Sachlicher Anwendungsbereich	248
IV. Verbote	249
1. Regelungssystematik	249
2. Basisdefinitionen einer Marktmanipulation	250
a) Informationsbasierte Manipulation	250
aa) Tatbestand	250
bb) Exkurs: Behavioral Finance	251
b) Handelsbasierte Manipulation	253
aa) Tatbestand der Basisdefinition und Signale	253
bb) Ausnahmen	255

(1) Legitime Gründe	255
(2) Zulässige Marktpraktiken	255
c) Sonstige Arten der Marktmanipulation	257
3. Beispiele einer Marktmanipulation	257
a) Marktbeherrschende Stellung	257
b) Geschäfte bei Börsenschluss	259
c) Ausnutzung von Medienzugang	259
V. Safe Harbor-Regelungen	261
1. Überblick	261
2. Rückkaufprogramme	261
a) Ziel des Programms	262
b) Publizitätspflichten	263
c) Handelsbedingungen	263
d) Unterlassungspflichten	263
3. Kursstabilisierung	264
a) Anwendungsbereich	265
b) Stabilisierungszeitraum	266
c) Publizitäts- und Organisationspflichten	266
d) Ergänzende Stabilisierungsmaßnahmen	267
VI. Aufsicht	268
1. Überwachungsmechanismen	268
2. Ermittlungs- und Eingriffsbefugnisse	268
VII. Sanktionen	269
1. Europäische Vorgaben	269
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	270
a) Strafrechtliche Sanktionen	270
b) Aufsichtsrechtliche Sanktionen	272
c) Anlegerschutz durch Haftungsrecht	273
VIII. Fazit	275
§15 Leerverkäufe und Credit Default Swaps	277
I. Einführung	278
II. Regulierungsbedürfnis	280
1. Gefahr der Marktmanipulation	280
2. Gefahr der Destabilisierung des Finanzmarktsystems	281
III. Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps	281
1. Anwendungsbereich	283
2. Regulierung von Leerverkäufen	283
a) Verbotstatbestände	284
b) Transparenzpflichten	285
3. Regulierung von Credit Default Swaps	287
4. Befugnisse der ESMA und der nationalen Aufsichtsbehörden - - - -	288
5. Sanktionen	290
IV. Fazit	290

4. Kapitel: Publizitätsregime	293
§16 Grundlagen	293
I. Einführung	294
II. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz	295
1. Allokative Effizienz	295
2. Institutionelle Effizienz	297
3. Operationale Effizienz	298
III. Publizitätsvorschriften als Regulierungsinstrument	299
1. Notwendigkeit gesetzlicher Publizitätsvorschriften aus ökonomischer Sicht	299
2. Publizitätsvorschriften als Anlegerschutzinstrument	303
IV. Entwicklung des Publizitätsregimes im Europäischen Kapitalmarktrecht	304
§17 Prospektpublizität	307
I. Einführung	308
II. Regelungskonzeption	309
1. Vorgaben des europäischen Rechts	309
a) Anforderungen der Prospektrichtlinie und Prospekt-VO	310
b) Flankierende Verhaltensregeln	313
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	314
III. Anforderungen an die Erstellung eines Prospekts	315
1. Anwendungsbereich	315
2. Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts . .	316
a) Adressaten-, angebots-sowie wertpapierbezogene Ausnahmen. . .	316
b) Emissionssituationsbezogene Ausnahmen bei öffentlichen Angeboten	318
c) Emissionssituationsbezogene Ausnahmen bei der Zulassung zum geregelten Markt	318
d) Nachtrag	318
3. Mindestinhalt, Format und Aufbau eines Prospekts	319
a) Allgemeine Vorgaben	319
b) Prospektformat	320
aa) Ein- oder mehrteiliger Prospekt und Basisprospekt	320
bb) Zusammenfassung	321
cc) Verweise	323
c) Differenzierung in Bezug auf die unterschiedliche Ausgestaltung von Wertpapieren	323
d) Sprache des Prospekts	324
e) Aktualisierung	325
IV. Aufsicht und Sanktionen	325
1. Vorgaben des europäischen Rechts	325
2. Aufsichtsrechtliche Maßnahmen	327

a) Aussetzung bzw. Untersagung des Angebots	327
b) Bußgeld	327
3. Strafrechtliche Sanktionen	328
4. Zivilrechtliche Sanktionen (Prospekthaftung)	328
a) Prospektmangel	329
b) Anspruchsberechtigte und -gegner	332
c) Kausalität	334
d) Verschulden	334
e) Rechtsfolgen	335
V. Fazit	337
§18 Periodische Publizität	339
I. Einführung	341
1. Entwicklung der periodischen Publizität	341
2. Rechnungslegungsinformationen als Grundlage der Finanzberichterstattung	343
II. Regelungskonzeption	346
1. Vorgaben des europäischen Rechts	346
a) Transparenzrichtlinie	346
b) Verknüpfung mit dem europäischen Bilanzrecht als Ausdruck einer dualistischen Regelungskonzeption	347
c) Veröffentlichungsadressat	347
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	348
a) Deutschland	348
b) Frankreich	349
c) Italien	350
d) Schweden	350
e) Spanien	350
f) Vereinigtes Königreich	351
III. Jahresfinanzbericht	351
1. Überblick	351
2. Rechnungslegungsinformationen	353
a) Konzern- und Einzelabschluss	353
b) Lagebericht	356
IV. Halbjahresfinanzbericht	356
1. Überblick	356
2. Rechnungslegungsinformationen	356
a) Konzern- und Einzelabschluss	356
b) Zwischenlagebericht	358
c) Prüfung des Halbjahresfinanzberichts	358
V. Quartalsfinanzbericht und Zwischenmitteilung der Geschäftsführung	359
1. Überblick	359
2. Inhalt der Zwischenmitteilung	362
3. Der Quartalsfinanzbericht	363

VI. Veröffentlichungsverfahren	365
VII. <i>Enforcement</i> der Rechnungslegung in der Finanzberichterstattung. . .	366
1. Das <i>Dual-enforcement</i> in Deutschland durch DPR und BaFin	367
2. Enforcement im Vereinigten Königreich durch das Conduct Committee	368
VIII. Sanktionen	369
1. Haftung für fehlerhafte Finanzberichterstattung	370
a) Spezifische Haftung für fehlerhafte Finanzberichts- informationen	370
b) Haftung nach den allgemeinen Vorschriften des Zivilrechts. . . .	371
2. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	373
IX. Fazit	374
§ 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen	377
I. Einführung	380
1. Doppelfunktion der Offenlegungspflicht	380
2. Rechtsstatsächliche Bedeutung	381
II. Regelungskonzeption	383
1. Unionsrechtliche Vorgaben	383
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	385
a) Deutschland	385
b) Österreich	386
c) Schweden	387
d) Frankreich	387
e) Spanien	387
f) Italien	388
g) Vereinigtes Königreich	388
III. Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen	389
1. Adressaten	389
a) Emittenten von Finanzinstrumenten	389
b) Im Auftrag oder für die Rechnung des Emittenten handelnde Personen	390
c) Von einem Emittenten kontrollierte Unternehmen	390
2. Publizitätspflichtige Informationen	391
a) Grundlagen	391
b) Unmittelbare Betroffenheit	392
c) Zukünftige Umstände	394
d) Konzernsachverhalte	395
e) Verhältnis zu anderen Publizitätsvorschriften	396
f) Reform	398
3. Keine Saldierung von Informationen	399
4. Verbot der Veröffentlichung sonstiger Informationen	399
5. Verfahren der Veröffentlichung	400
IV. Aufschieb der Veröffentlichung	401
1. Grundlagen	401

2. Berechtigte Interessen des Emittenten	403
a) Vorgaben des Unionsrechts	403
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	404
aa) Bemühungen um eine dogmatische Konkretisierung	405
bb) Weitere Ansätze	406
cc) Insbesondere: Mehrstufige Entscheidungsprozesse	408
3. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	409
4. Gewährleistung der Vertraulichkeit	410
5. Entscheidung des Emittenten erforderlich?	412
6. Reform	414
V. Aufsicht	415
VI. Sanktionen	415
1. Bedeutung nationaler Traditionen	415
2. Schadensersatz	416
a) Deutschland	416
b) Österreich	420
c) Vereinigtes Königreich	421
d) Andere Mitgliedstaaten	422
3. Verwaltungssanktionen	423
a) Geldbußen	423
aa) Deutschland	423
bb) Frankreich	424
b) Weitere Verwaltungssanktionen	425
c) Bekanntmachung des Verstoßes („Naming and Shaming“) - - - -	426
4. Strafrecht	427
5. Reform	427
VII. Fazit	428
§20 Beteiligungstransparenz	431
I. Einführung	434
1. Kapitalmarktrechtliche Funktionen	434
2. Rechtstatsächliche Bedeutung	437
II. Regelungskonzeption	437
1. Vorgaben des europäischen Rechts	437
a) Grundlagen	437
b) Anwendungsbereich und Regelungskompetenzen	438
c) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten	439
d) Flankierende Transparenzregeln	440
e) Reform	440
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	441
III. Mitteilungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils - - - -	442
1. Voraussetzungen	442
a) Mitteilungspflichtige Vorgänge	443
b) Meldeschwellen	443

c) Ausnahmen von der Mitteilungspflicht	445
2. Rechtsfolgen	446
a) Mitteilung	446
b) Veröffentlichung	447
3. Zurechnung von Stimmrechten	447
a) Regelungskonzeption	447
b) Fälle	448
aa) Acting in Concert	449
(1) Rechtspraxis in Deutschland	450
(2) Rechtspraxis in Frankreich	452
(3) Rechtspraxis in Italien	453
(4) Rechtspraxis in Spanien	454
(5) Reformen	455
bb) Vorläufige Stimmrechtsüberlassung	456
cc) Mitteilungspflichten des Sicherungsnehmers	457
dd) Mitteilungspflichten beim Nießbrauch	457
ee) Konzernunternehmen gehörende Aktien	457
ff) Verwahrte Aktien	459
gg) Für Rechnung gehaltene Aktien	460
hh) Stimmrechtsausübung des Bevollmächtigten	462
c) Ausnahmen	462
IV. Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten	462
1. Voraussetzungen	462
2. Rechtsfolgen	464
3. Reformen über die Ausweitung der Investitionstransparenz	464
a) Vereinigtes Königreich	465
b) Deutschland	465
c) Frankreich	469
d) Europa	469
V. Mitteilungspflichten über Absichten (Investorenerklärung)	470
1. Rechtsentwicklung in den USA	470
2. Frankreich	471
3. Deutschland	472
4. Reformen auf europäischer Ebene	474
VI. Aufsicht	474
1. Unionsrechtliche Vorgaben	474
2. Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	475
VII. Sanktionen	476
1. Unionsrechtliche Vorgaben	476
2. Administrative Geldbußen	476
a) Sanktionspraxis in den Mitgliedstaaten	476
b) Reform	478
3. Stimmrechtsverlust	478
a) Sanktionspraxis in den Mitgliedstaaten	478
b) Reform	480

4. Anlegerschutz durch Schadensersatz	481
VIII. Fazit	482
§21 Directors' Dealings	485
I. Einführung	486
II. Regelungskonzeption	488
1. Vorgaben des europäischen Rechts	488
a) Rechtsgrundlagen	488
b) Verhältnis zu den anderen Publizitätsvorschriften	489
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	489
III. Mitteilungspflichten	490
1. Voraussetzungen	490
a) Mitteilungspflichtige Personen	490
b) Mitteilungspflichtige Geschäfte	491
2. Rechtsfolgen	492
a) Vorgaben des europäischen Rechts zur Mitteilung und Veröffentlichung	492
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	493
IV. Aufsicht und Sanktionen	494
1. Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie	494
2. Verwaltungs- und strafrechtliche Sanktionen	494
3. Gewinnabschöpfung	495
4. Schadensersatz	496
V. Fazit	497
§22 Informationszugang	499
I. Vorgaben des europäischen Rechts	499
II. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	500
1. Deutschland	500
2. Vereinigtes Königreich	501
III. Reform	501
§23 Transparenz über Corporate Governance	503
I. Einführung	503
II. Offenlegung der Corporate Governance	504
1. Einführung	504
2. Erklärung zur Unternehmensführung	504
III. Information über die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren . . .	507
1. Einführung	507
2. Regelungskonzeption	507
3. Veröffentlichungspflichten	508
a) Änderungen der Aktienrechte	508
b) Informationen zur Ausübung von Rechten	509

aa) Aktienrechte	509
bb) Rechte aus Schuldtiteln	510
IV. Fazit	510
§24 Übernahmerechtliche Publizität	513
I. Einführung	514
II. Publizität der Abwehrstrukturen und-mechanismen	516
1. Regelungszwecke	516
2. Offenlegungspflichtige Informationen	517
a) Zusammensetzung des Kapitals	517
b) Beschränkungen bezüglich der Übertragung der Aktien	517
c) Bedeutende Beteiligungen	518
d) Inhaber von Sonderrechten	519
e) Art der Stimmrechtskontrolle bei Mitarbeiterbeteiligungen. . . .	519
f) Beschränkungen von Stimmrechten	520
g) Gesellschaftervereinbarungen	520
h) Bestimmungen über Bestellung und Abberufung von Geschäftsleitern	521
i) Befugnisse der Geschäftsleitung zur Ausgabe und zum Rückkauf von Aktien	521
j) Change of Control-Klauseln	522
k) Entschädigungsvereinbarungen	523
III. Pflicht zur Veröffentlichung eines Angebots	523
1. Arten eines Angebots	523
2. Entscheidung zur Abgabe eines Angebots	524
3. Angebotsunterlage	525
IV. Pflichtangebot	526
1. Rechtsgrundlagen und Normzwecke	526
2. Begriff der Kontrolle	527
3. Kontrollerlangung aufgrund eines Acting in Concert	530
a) Rechtsgrundlagen	530
b) Entscheidungspraxis	531
aa) <i>Sacyr/Eiffage</i> (Frankreich)	531
bb) <i>WMF</i> (Deutschland)	533
V. Fazit	535
5. Kapitel: Finanzintermediäre	537
§25 Wertpapierfirmen	537
I. Einführung	537
II. Anlageberatung	539
1. Begriff	539
2. Pflichten einer Wertpapierfirma	539

a) Exploration und Beurteilung der Geeignetheit der Anlage - - - -	539
b) Informationspflichten	540
3. Aufsicht	541
4. Sanktionen	541
III. Ausblick	543
§26 Finanzanalysten	545
I. Einführung	546
II. Typen von Finanzanalysten	548
III. Regelungskonzeption	549
1. Vorgaben des europäischen Rechts	549
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	550
IV. Spezifische Regulierung für Finanzanalysten	551
1. Begriff der Finanzanalyse	551
a) Begriff der Information mit Empfehlungen	551
b) Normadressaten	552
2. Sachgerechte Darbietung der Finanzanalyse	554
a) Allgemeine Anforderungen	554
b) Besondere Anforderungen für bestimmte Personen	554
3. Offenlegungspflichten	555
a) Identität des Erstellers	556
b) Aktuelle und potentielle Interessenkonflikte	556
aa) Allgemeine Regelungen	556
bb) Besondere Regelungen für bestimmte Personen	557
(1) Pflicht zur Offenlegung bestimmter Interessenkonflikte	557
(2) Pflicht zur Offenlegung weiterer Umstände	559
4. Weitergabe der Analyse eines Dritten	560
a) Allgemeine Anforderungen	560
b) Spezielle Pflichten für bestimmte Personen	561
5. Grundsatz der Verhältnismäßigkeit	561
6. Sanktionen	562
a) Vorgaben des europäischen Rechts	562
b) Deutschland	563
c) Vereinigtes Königreich	564
V. Bedeutung der allgemeinen Verhaltensregeln für Finanzanalysten . . .	565
1. Marktmanipulation	565
a) Informationsgestützte Manipulation	565
b) Vorspiegelung falscher Tatsachen und Verwendung sonstiger Kunstgriffe	566
c) Scalping	567
d) Sperrwirkung der Durchführungs-RL 2003/125/EG	568
2. Verbotene Insidergeschäfte	568
3. Organisationspflichten	569
a) Allgemeine organisatorische Anforderungen	569

b) Besondere organisatorische Anforderungen	571
VI. Fazit	572
§27 Ratingagenturen	573
I. Einführung	574
1. Funktionen von Ratingagenturen	574
2. Wirkungen eines Ratings	575
3. Marktstruktur	576
4. Entwicklung der Regulierung in Europa	577
5. Rechtsquellen	578
II. Anwendungsbereich und Ziele der europäischen Regulierung	580
1. Grundlagen	580
2. Gegenstand und Zweck der Regulierung	580
3. Geltungsbereich	581
4. Begriffe	582
III. Regulierungsstrategien	583
1. Überblick	583
2. Vermeidung von Interessenkonflikten	583
a) Unabhängigkeit der Ratingagentur	583
b) Am Rating beteiligte Personen	585
3. Verbesserung der Qualität der Ratings	586
4. Transparenzpflichten	587
a) Bekanntgabe und Präsentation von Ratings	587
b) Transparenzbericht	588
5. Registrierung	588
IV. Aufsicht und Sanktionen	590
1. Grundlagen	590
2. Verfahren	591
3. Aufsichtsmaßnahmen und Geldbußen	591
4. Strafrechtliche Maßnahmen	592
V. Zivilrechtliche Haftung	592
1. Praktische Bedeutung	592
2. Mögliche Haftungsverhältnisse	593
3. Anspruchserundlaeen des europäischen Rechts	594
VI. Fazit	595
6. Kapitel: Compliance in Wertpapierfirmen	597
§28 Grundlagen	597
I. Begriff der Compliance	598
II. Verhältnis zum Risikomanagement	599
III. Entwicklung und Rechtsgrundlagen	600

§29 Organisatorische Anforderungen	605
I. Regelungskonzeption des Unionsrechts	607
1. Überblick	607
2. Regelungszugriff: Prinzipien-orientierte Regulierung	608
3. Regelungszweck	613
II. Überblick über die Umsetzung in den Mitgliedstaaten	614
1. Deutschland	614
2. Frankreich	615
3. Italien	615
4. Schweden	616
5. Spanien	616
6. Vereinigtes Königreich	616
III. Zielvorgabe und Organisationsmaßstab	618
1. Minimierung von Compliance-Risiken	618
2. Reichweite der Compliance-Pflicht	620
IV. Bestandteile der Compliance-Organisation	622
1. Compliance-Funktion	622
a) Anforderungen	623
aa) Unabhängigkeit	623
(1) Operationelle und finanzielle Unabhängigkeit	623
(2) Organisatorische Unabhängigkeit	625
bb) Dauerhaftigkeit und Wirksamkeit	627
b) Aufgaben	628
aa) Überwachungs- und Bewertungsfunktion	628
bb) Beratungs- und Unterstützungsfunktion	629
2. Compliance-Beauftragter	631
a) Benennung	631
aa) Registrierungs- und Qualifikationsanforderungen	631
bb) Benennung von Geschäftsleitern als Compliance-Beauftragte	632
b) Rechtsstellung	633
aa) Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsleitung	634
bb) Disziplinarische Unabhängigkeit und Kündigungsschutz . . .	636
c) Aufgaben und Befugnisse	636
aa) Informations- und Weisungsbefugnisse	636
bb) Compliance-Berichterstattung	638
(1) Internes Reporting	638
(2) Externes Reporting	639
3. Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen („Chinese Walls“)	640
a) Rechtsgrundlagen	641
b) Bestandteile	642
aa) Abgrenzung von Vertraulichkeitsbereichen	642
bb) Beobachtungs- und Sperrlisten	644
c) Rechtswirkungen	646
V. Sanktionen	647

1. Sanktionen gegen die Wertpapierfirma	648
2. Sanktionen gegen die Geschäftsleitung und den Compliance-Beauftragten	650
VI. Fazit	651
7. Kapitel: Regulierung von Benchmarks	653
§30 Grundlagen	653
I. Einführung	653
II. Rechtstatsächlicher Hintergrund und Regelungsinitiativen	655
III. Funktionen von Benchmarks	657
§31 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen	659
I. Kommissionsentwurf der Benchmark-VO	659
1. Aufbau und Zielsetzung	659
2. Anwendungsbereich und Definitionsvorschriften	660
3. Regelungskonzeption	662
4. Auffächerung des Pflichtenprogramms	663
a) Governance-Anforderungen des Benchmark-Administrators. . .	663
b) Eingangsdaten und Berechnungsmethodik	664
c) Governance-Anforderungen der Kontributoren	666
d) Anlegerschutz (insbesondere Explorationspflichten)	668
5. Aufsicht und Sanktionen	669
a) Zulassungspflicht	669
b) Aufsichts- und Sanktionskompetenzen	670
aa) Aufsichts- und Sanktionskompetenzen der nationalen Aufsichtsbehörden	670
bb) Rolle der ESMA	671
cc) Zivilrechtliche Haftung	672
II. Fazit	673
8. Kapitel: Schluss	675
§32 Rückblende und Ausblick	675
I. Themen für eine abschließende Betrachtung	675
II. Kapitalmarktrecht(e) in Europa oder Europäisches Kapitalmarktrecht?	676
1. Normenbestand und Regelungsdichte	676
2. Konsistente Rechtsanwendung	678
3. Aufsichts- und Sanktionsebene	679
4. Schlussfolgerungen	680

III. Perspektiven und Herausforderungen	682
1. Neuordnung der Rechtsquellen	682
2. Rechtssetzung im reformierten <i>Lamfalussy-II-Verfahren</i>	683
3. Regulierungskonzepte für die Ebene der Rechtsdurchsetzung . . .	685
Verzeichnis der nationalen Gesetze (alphabetisch sortiert)	687
Verzeichnis der nationalen Gesetze (Ländersortierung)	694
Übersicht zu den im Buch behandelten Aufsichts- und Gerichtsentscheidungen	700
Sachverzeichnis	703