

# Europäisches Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von  
Rüdiger Veil

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

Mohr Siebeck

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort . . . . .	V
Abkürzungsverzeichnis . . . . .	XXVII
1. Kapitel: Grundlagen . . . . .	1
§ 1 Entwicklung der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung . . . . .	1
I. Einführung . . . . .	1
II. Segre-Bericht (1966). . . . .	2
III. Koordinierung des Börsen- und Prospektrechts (1979 bis 1982) . . . . .	3
IV. Weißbuch über die Vollendung des Binnenmarkts (1985). . . . .	4
V. Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts (1988 bis 1993). . . . .	5
VI. Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (1999). . . . .	6
VII. „Lamfalussy-Bericht“ (2000). . . . .	7
VIII. Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts (2003 bis 2007). . . . .	8
IX. Harmonisierung des Übernahmerechts (2004). . . . .	11
X. Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005). . . . .	12
XI. Der <i>de Larosiere-Bericht</i> (2009). . . . .	13
XII. Auf dem Weg zu einer europäischen Aufsicht (seit 2009). . . . .	14
XIII. Regulierung der Ratingagenturen (2009). . . . .	15
XIV. Überarbeitung der Richtlinien (seit 2009). . . . .	15
§2 Kapitalmarktregulierung . . . . .	17
I. Gesetzgebungskompetenzen . . . . .	19
1. Rechtsgrundlagen . . . . .	19
2. Kompetenznormen . . . . .	20
a) Koordination von Bestimmungen zum Schutz der Gesellschafter und Gläubiger. . . . .	20
b) Koordination der Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten. . . . .	21
c) Verwirklichung des Binnenmarktes. . . . .	22
II. Instrumente der Rechtssetzung . . . . .	22
1. Überblick . . . . .	22
2. Verordnung . . . . .	23
3. Richtlinie . . . . .	23

III. Verfahren der Kapitalmarktregulierung . . . . .	25
1. Der Begriff der Kapitalmarktregulierung . . . . .	25
a) Abgrenzung zur Kapitalmarktaufsicht . . . . .	25
b) Abgrenzung zur Finanzmarktregulierung . . . . .	25
2. Rechtssetzung auf europäischer Ebene . . . . .	26
a) Die Rechtssetzung im <i>Lamfalussy-Verfahren</i> von 2002 bis 2010 . . . . .	27
aa) Ausschüsse zur Kapitalmarktregulierung . . . . .	27
(1) European Securities Committee. . . . .	27
(2) Committee of European Securities Regulators. . . . .	27
bb) Ablauf des <i>Lamfalussy-Verfahrens</i> . . . . .	28
(1) Stufe 1: Rahmenrichtlinien. . . . .	28
(2) Stufe 2: Durchführungsrechtsakte. . . . .	29
(3) Stufe 3: Empfehlungen und Leitlinien. . . . .	30
(4) Stufe 4: Kontrolle der mitgliedstaatlichen Rechtsumsetzung . . . . .	31
cc) Bewertung . . . . .	31
b) Auswirkungen des Vertrags von Lissabon und der neuen europäischen Aufsichtsarchitektur . . . . .	32
3. Mindest- und Vollharmonisierung im europäischen Kapitalmarktrecht . . . . .	34
a) Begriffserläuterungen. . . . .	34
b) Vor- und Nachteile beider Konzepte. . . . .	35
c) Tendenz zur Vollharmonisierung. . . . .	35
4. Regulierungskonzepte in den Mitgliedstaaten . . . . .	35
a) Umsetzung des Unionsrechts. . . . .	36
b) Flankierendes nationales Recht. . . . .	37
c) Die prinzipiengeleitete Regulierung im Vereinigten Königreich . . . . .	37
aa) Grundlagen . . . . .	38
bb) Auswirkungen der principles-based regulation auf die Ebene der Rechtsdurchsetzung . . . . .	39
cc) Bewertung . . . . .	39
dd) Ausblick . . . . .	40
d) Selbstregulierung. . . . .	41
IV. Ziele und Konzepte der Kapitalmarktregulierung . . . . .	42
1. Regelungsziele. . . . .	42
2. Regelungskonzepte. . . . .	43
V. Rechtsquellen . . . . .	44
1. Europäisches Recht . . . . .	44
a) Regulierung der Wertpapiermärkte durch die vier Rahmenrichtlinien. . . . .	44
b) Übernahmerichtlinie. . . . .	46
c) Verordnung über Ratingagenturen. . . . .	46
d) Verordnungen über die europäischen Aufsichtsbehörden . . . . .	46
e) Sonstige Richtlinien. . . . .	47

2. Nationale Rechte der Mitgliedstaaten . . . . .	47
a) Deutschland . . . . .	48
b) Frankreich . . . . .	49
c) Italien . . . . .	50
d) Österreich . . . . .	51
e) Schweden . . . . .	51
f) Spanien . . . . .	53
g) Vereinigtes Königreich . . . . .	53
VI. Auslegung . . . . .	54
1. Bedeutung der Auslegung . . . . .	54
2. Auslegungsgrundsätze . . . . .	56
a) Wortlaut . . . . .	56
b) Rechtssystematische Auslegung . . . . .	57
c) Historische Auslegung . . . . .	58
d) Teleologische Auslegung . . . . .	59
<b>§3 Kapitalmärkte . . . . .</b>	<b>61</b>
I. Überblick . . . . .	61
1. Handelsplatz . . . . .	61
2. Primär- und Sekundärmärkte . . . . .	63
3. Börsen . . . . .	64
II. Geregelte Kapitalmärkte . . . . .	65
1. Anwendungsbereich der kapitalmarktrechtlichen Rechtsakte . . . . .	65
2. Begriffsbestimmung . . . . .	67
3. Segmente . . . . .	69
<b>§4 Kapitalmarktteilnehmer . . . . .</b>	<b>71</b>
I. Einführung . . . . .	71
II. Emittenten . . . . .	73
III. Anleger . . . . .	74
IV. Sonstige Personen . . . . .	76
<b>§ 5 Finanzinstrumente . . . . .</b>	<b>79</b>
I. Einführung . . . . .	79
II. Wertpapiere . . . . .	80
1. Begriffsbestimmung der Richtlinien . . . . .	80
2. Aktien . . . . .	81
3. Schuldverschreibungen (Anleihen) . . . . .	82
<b>§6 Kapitalmarktaufsicht . . . . .</b>	<b>85</b>
I. Einleitung . . . . .	86
II. Unionsrechtliche Vorgaben an die Kapitalmarktaufsicht . . . . .	87
1. Institutionelle Gestaltung . . . . .	87

2. Befugnisse . . . . .	88
a) Mindestmaß-Befugnisse . . . . .	88
b) Flankierende Generalklauseln . . . . .	89
III. Nationale Ausgestaltungen der Kapitalmarktaufsicht . . . . .	89
1. Institutionelle Verankerung . . . . .	89
a) Das Allfinanzmodell . . . . .	90
b) Das Modell der sektoralen Aufsicht . . . . .	91
c) Mischformen zwischen beiden Modellen . . . . .	91
d) Vorzugswürdigkeit eines Aufsichtsmodells? . . . . .	92
2. Binnenorganisation . . . . .	92
3. Eingriffsbefugnisse . . . . .	93
a) Verwaltungsrechtliche Bußgelder . . . . .	93
b) Sonstige verwaltungsrechtliche Mittel . . . . .	94
c) Strafverfolgungsbefugnisse der Aufsichtsbehörden . . . . .	95
4. Amtshaftung . . . . .	95
5. Ressourceneinsatz und Sanktionsaktivität . . . . .	95
IV. Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsinstitutionen . . . . .	96
1. Aufsichtskooperation in der Europäischen Union . . . . .	96
2. Kooperationen mit Drittstaaten . . . . .	97
3. Bewertung . . . . .	98
V. Wettbewerb der mitgliedstaatlichen Aufsichtsinstitutionen . . . . .	99
VI. Die neue europäische Aufsichtsarchitektur . . . . .	100
1. Das neue europäische Finanzmarktaufsichtssystem . . . . .	100
a) Makroebene . . . . .	101
b) Mikroebene . . . . .	101
2. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) . . . . .	102
a) Binnenorganisation . . . . .	102
b) Unabhängigkeit . . . . .	104
c) Eingriffsbefugnisse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden . . . . .	104
aa) Verstöße gegen das EU-Recht durch nationale Aufsichtsinstitutionen . . . . .	104
bb) Beschlüsse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden im Krisen- und Streitfall . . . . .	105
(1) Krisenfall . . . . .	105
(2) Streit zwischen Aufsichtsbehörden in grenz- überschreitenden Fällen . . . . .	106
(3) Nationale Haushaltsautonomie als Grenze der ESMA- Befugnisse . . . . .	106
d) Direkte Aufsichtsbefugnisse gegenüber den Marktteilnehmern . . . . .	107
aa) Warnungen und Verbote von Finanzaktivitäten . . . . .	107
bb) Aufsicht über Ratingagenturen . . . . .	107
cc) Hedgefonds und Leerverkäufe . . . . .	107
e) Rechtssetzungskompetenzen . . . . .	108
aa) Rechtsakte ohne Außenwirkung: Leitlinien und Empfehlungen . . . . .	108

bb) Verbindliche Rechtsakte . . . . .	.109
(1) Technische Regulierungsstandards . . . . .	.109
(2) Technische Durchführungsstandards . . . . .	.110
f) Rechtsschutz . . . . .	.110
g) Amtshaftung . . . . .	.111
3. Bewertung der ESMA . . . . .	.111
<b>§7 Sanktionen . . . . .</b>	<b>.113</b>
I. Einführung . . . . .	.114
II. Vorgaben der kapitalmarktrechtlichen Richtlinien . . . . .	.115
1. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	.115
2. Zivilrechtliche Sanktionen . . . . .	.116
III. Nationale Sanktionssysteme . . . . .	.117
1. Deutschland . . . . .	.117
2. Frankreich . . . . .	.119
3. Italien . . . . .	.120
4. Schweden . . . . .	.120
5. Spanien . . . . .	.121
6. Vereinigtes Königreich . . . . .	.122
IV. Fazit . . . . .	.123
<b>§8 Kapitalmarktrecht in Forschung und Lehre . . . . .</b>	<b>.125</b>
I. Kapitalmarktrecht als Gegenstand rechtswissenschaftlicher Forschung . . . . .	.126
1. Intradisziplinarität . . . . .	.127
a) Rechtsnatur . . . . .	.127
b) Auslegung . . . . .	.128
c) Abstimmung mit anderen Gebieten des Unternehmens- und Wirtschaftsrechts . . . . .	.130
aa) Bilanzrecht . . . . .	.130
bb) Gesellschaftsrecht . . . . .	.131
2. Modell des Homo Oeconomicus oder Behavioral Finance? . . . . .	.133
a) Grundannahme: Rationalität . . . . .	.133
b) Verhaltensanomalien . . . . .	.133
aa) Bounded Rationality . . . . .	.133
bb) Selbstüberschätzung ( <i>Overconfidence</i> ) . . . . .	.134
cc) Fairness . . . . .	.134
dd) Prospect Theory/Framing/Risk Aversity . . . . .	.134
ee) Hindsight Bias . . . . .	.135
ff) Representativeness/Availability/Saliency . . . . .	.135
c) Relevanz verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse für das Kapitalmarktrecht . . . . .	.136
II. Kapitalmarktrecht als eigenständiges Rechtsgebiet in der Lehre . . . . .	.137
III. Ausblick . . . . .	.140

2. Kapitel: Marktintegrität . . . . .	143
§ 9 Verbot von Insidergeschäften . . . . .	143
I. Einführung . . . . .	144
II. Regelungskonzeption . . . . .	147
1. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	147
a) Verbote der Marktmissbrauchs-RL . . . . .	147
b) Flankierende Verhaltensregeln . . . . .	148
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	149
a) Deutschland . . . . .	149
b) Frankreich . . . . .	150
c) Italien . . . . .	150
d) Österreich . . . . .	151
e) Schweden . . . . .	152
f) Spanien . . . . .	152
g) Vereinigtes Königreich . . . . .	153
III. Begriff der Insiderinformation . . . . .	155
1. Definitionen des europäischen Rechts . . . . .	155
a) Präzise Information . . . . .	156
b) Kursbeeinflussungspotenzial . . . . .	159
c) Bezug auf einen Emittenten von Finanzinstrumenten . . . . .	159
d) Sonderregeln für Warenderivate und das <i>front running</i> . . . . .	161
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	161
a) Überblick . . . . .	161
b) Deutschland . . . . .	162
c) Vereinigtes Königreich . . . . .	165
IV. Verbotene Handlungen . . . . .	167
1. Erwerbs- und Veräußerungsverbot . . . . .	168
a) Vorgaben des Unionsrechts . . . . .	168
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten . . . . .	168
c) Auslegungen des EuGH und Folgerungen für die Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten . . . . .	170
2. Weitergabeverbot . . . . .	171
a) Vorgaben des Unionsrechts . . . . .	171
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten . . . . .	173
3. Verleitungsverbot . . . . .	174
a) Vorgaben des Unionsrechts . . . . .	174
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten . . . . .	175
4. Ausnahmen von den Verboten . . . . .	175
V. Aufsicht . . . . .	176
1. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	176
a) Aufgaben und Befugnisse der Behörden . . . . .	176
b) Insiderverzeichnisse . . . . .	177
c) Anzeigepflichten . . . . .	178

2. Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten . . . . .	179
VI. Sanktionen . . . . .	180
1. Strafen und Geldbußen . . . . .	180
a) Regelungstechniken . . . . .	181
b) Sanktionsrahmen für Strafen und Geldbußen . . . . .	183
2. Bekanntmachungen („ <i> naming and shaming </i> “). . . . .	184
3. Schadensersatz . . . . .	185
VII. Fazit . . . . .	186
§10 Marktmanipulation . . . . .	189
I. Einführung . . . . .	190
II. Regelungskonzeption . . . . .	191
1. Europäische Vorgaben . . . . .	191
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	192
III. Anwendungsbereich . . . . .	193
1. Persönlicher Anwendungsbereich . . . . .	193
2. Sachlicher Anwendungsbereich . . . . .	193
IV. Verbote . . . . .	194
1. Regelungssystematik . . . . .	194
2. Basisdefinitionen einer Marktmanipulation . . . . .	195
a) Informationsbasierte Manipulation . . . . .	195
aa) Tatbestand der Basisdefinition . . . . .	195
bb) Exkurs: Behavioral Finance . . . . .	196
b) Handelsbasierte Manipulation . . . . .	197
aa) Tatbestand der Basisdefinition und Signale . . . . .	197
bb) Ausnahmen . . . . .	199
(1) Legitime Gründe . . . . .	199
(2) Zulässige Marktpraktiken . . . . .	200
c) Sonstige Arten der Marktmanipulation . . . . .	201
3. Beispiele einer Marktmanipulation . . . . .	201
a) Marktbeherrschende Stellung . . . . .	202
b) Geschäfte bei Börsenschluss . . . . .	202
c) Ausnutzung von Medienzugang . . . . .	203
V. Safe Harbour-Regelungen . . . . .	204
1. Überblick . . . . .	204
2. Rückkaufprogramme . . . . .	204
a) Ziel des Programms . . . . .	205
b) Publizitätspflichten . . . . .	206
c) Handelsbedingungen . . . . .	206
d) Unterlassungspflichten . . . . .	206
3. Kursstabilisierung . . . . .	207
a) Anwendungsbereich . . . . .	208
b) Stabihsierungszeitraum . . . . .	209
c) Publizitäts- und Organisationspflichten . . . . .	209



d) Ergänzende Stabilisierungsmaßnahmen . . . . .	210
VI. Aufsicht . . . . .	211
1. Überwachungsmechanismen. . . . .	211
2. Ermittlungs- und Eingriffsbefugnisse. . . . .	211
VII. Sanktionen . . . . .	212
1. Europäische Vorgaben. . . . .	212
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten. . . . .	213
a) Strafrechtliche Sanktionen. . . . .	213
b) Aufsichtsrechtliche Sanktionen. . . . .	214
c) Anlegerschutz durch Haftungsrecht . . . . .	215
VIII. Fazit . . . . .	216
§11 Leerverkäufe . . . . .	219
I. Einführung . . . . .	219
II. Gefahren durch Leerverkäufe. . . . .	221
1. Leerverkäufe als Mittel zur Marktmanipulation. . . . .	221
2. Leerverkäufe als Mittel zur Destabilisierung des Finanzsystems. . . . .	221
III. Nationale Regulierungsansätze. . . . .	222
1. Kombination aus Verboten und Transparenzpflichten. . . . .	222
2. Ausschließliche Verbote von bestimmten Leerverkaufsarten. . . . .	223
3. Ausschließliche Transparenzpflichten. . . . .	223
IV. Entwurf für eine unionsweite Regulierung durch die Leerverkaufs- Verordnung. . . . .	223
1. Europäische Regulierung von Leerverkäufen. . . . .	224
2. Regulierung von <i>Credit Default Swap Agreements</i> . . . . .	224
V. Fazit. . . . .	225
3. Kapitel: Publizitätsregime. . . . .	227
§12 Grundlagen. . . . .	227
I. Einführung . . . . .	228
II. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz. . . . .	229
• 1. Allokative Effizienz . . . . .	229
2. Institutionelle Effizienz. . . . .	231
3. Operationale Effizienz. . . . .	232
III. Publizitätsvorschriften als Regulierungsinstrument . . . . .	233
1. Notwendigkeit gesetzlicher Publizitätsvorschriften aus ökonomischer Sicht . . . . .	233
2. Publizitätsvorschriften als Anlegerschutzinstrument . . . . .	237
IV. Entwicklung des Publizitätsregimes im europäischen Kapitalmarktrecht. <sup>1</sup> . . . . .	238

§13 Prospektpublizität . . . . .	241
I. Einführung . . . . .	242
II. Regelungskonzeption . . . . .	243
1. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	243
a) Anforderungen der Prospekt-RL und Prospekt-VO. . . . .	244
b) Flankierende Verhaltensregeln . . . . .	246
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	246
III. Anforderungen an die Erstellung eines Prospekts . . . . .	247
1. Anwendungsbereich . . . . .	247
2. Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts . . . . .	249
a) Adressaten-, angebots-sowie wertpapierbezogene Ausnahmen. . . . .	249
b) Emissionssituationsbezogene Ausnahmen bei öffentlichen Angeboten . . . . .	250
c) Emissionssituationsbezogene Ausnahmen bei der Zulassung zum geregelten Markt . . . . .	250
d) Nachtrag . . . . .	250
3. Mindestinhalt, Format und Aufbau eines Prospekts. . . . .	251
a) Allgemeine Vorgaben . . . . .	251
b) Prospektformat . . . . .	252
aa) Ein- oder mehrteiliger Prospekt und Basisprospekt . . . . .	252
bb) Zusammenfassung . . . . .	253
cc) Verweise. . . . .	254
c) Differenzierung in Bezug auf die unterschiedliche Ausgestaltung von Wertpapieren . . . . .	255
d) Sprache des Prospekts. . . . .	256
e) Jährliches Dokument . . . . .	256
IV. Sanktionen. . . . .	256
1. Vorgaben des europäischen Rechts. . . . .	256
2. Aufsichtsrechtliche Maßnahmen . . . . .	258
a) Aussetzung bzw. Untersagung des Angebots. . . . .	258
b) Bußgeld . . . . .	258
3. Strafrechtliche Sanktionen . . . . .	259
4. Zivilrechtliche Sanktionen . . . . .	259
a) Prospektmangel. . . . .	260
b) Anspruchsberechtigte und -gegner. . . . .	262
c) Kausalität . . . . .	263
d) Verschulden. . . . .	264
e) Rechtsfolgen. . . . .	265
V. Fazit . . . . .	266
§14 Periodische Publizität . . . . .	267
I. Einführung . . . . .	268
1. Entwicklung der periodischen Publizität . . . . .	268

2. Rechnungslegungsinformationen als Grundlage der Finanzberichterstattung . . . . .	270
II. Regelungskonzeption . . . . .	272
1. Vorgaben des europäischen Rechts. . . . .	272
a) Transparenz-RL. . . . .	272
b) Verknüpfung mit dem europäischen Bilanzrecht als Ausdruck einer dualistischen Regelungskonzeption. . . . .	273
c) Veröffentlichungsadressat . . . . .	273
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten. . . . .	274
a) Deutschland. . . . .	274
b) Frankreich. . . . .	275
c) Italien. . . . .	275
d) Schweden. . . . .	275
e) Spanien. . . . .	276
f) Vereinigtes Königreich . . . . .	276
III. Jahresfinanzbericht . . . . .	276
1. Überblick . . . . .	276
2. Rechnungslegungsinformationen . . . . .	278
a) Konzern- und Einzelabschluss. . . . .	278
b) Lagebericht . . . . .	280
IV. Halbjahresfinanzbericht . . . . .	280
1. Überblick . . . . .	280
2. Rechnungslegungsinformationen . . . . .	281
a) Konzern- und Einzelabschluss. . . . .	281
b) Zwischenlagebericht . . . . .	283
c) Prüfung des Halbjahresfinanzberichts. . . . .	283
V. Quartalsfinanzbericht und Zwischenmitteilung der Geschäftsführung	284
1. Überblick . . . . .	284
2. Inhalt der Zwischenmitteilung . . . . .	285
3. Der Quartalsfinanzbericht . . . . .	286
VI. Veröffentlichungsverfahren. . . . .	288
VII. Sanktionen. . . . .	290
1. Haftung für fehlerhafte Finanzberichterstattung. . . . .	290
a) Spezifische Haftung für fehlerhafte Finanzberichterstattungs- informationen . . . . .	290
b) Haftung nach den allgemeinen Vorschriften des Zivilrechts . . . . .	291
2. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen. . . . .	293
VIII. Fazit . . . . .	295
§15 Veröffentlichung von Insiderinformationen. . . . .	297
I. Einführung . . . . .	298
1. Doppelfunktion der Offenlegungspflicht . . . . .	298
2. Rechtstatsächliche Bedeutung. . . . .	300
II. Regelungskonzeption. . . . .	301
1. Unionsrechtliche Vorgaben. . . . .	301

2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	302
a) Deutschland . . . . .	303
b) Österreich . . . . .	304
c) Schweden . . . . .	304
d) Frankreich und Spanien . . . . .	305
e) Italien . . . . .	305
f) Vereinigtes Königreich . . . . .	305
III. Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen . . . . .	306
1. Adressaten . . . . .	306
a) Emittenten von Finanzinstrumenten . . . . .	306
b) Im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen . . . . .	307
c) Von einem Emittenten kontrollierte Unternehmen . . . . .	307
2. Publizitätspflichtige Informationen . . . . .	308
a) Grundlagen . . . . .	308
b) Unmittelbare Betroffenheit . . . . .	309
c) Zukünftige Umstände . . . . .	311
d) Konzernsachverhalte . . . . .	312
e) Verhältnis zu anderen Publizitätsvorschriften . . . . .	313
3. Keine Saldierung von Informationen . . . . .	315
4. Verbot der Veröffentlichung sonstiger Informationen . . . . .	315
5. Verfahren der Veröffentlichung . . . . .	316
IV. Aufschiebung der Veröffentlichung . . . . .	316
1. Grundlagen . . . . .	316
2. Berechtigte Interessen des Emittenten . . . . .	318
a) Vorgaben des Unionsrechts . . . . .	318
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten . . . . .	319
aa) Bemühungen um eine dogmatische Konkretisierung . . . . .	320
bb) Weitere Fallgruppen . . . . .	322
cc) Insbesondere: Mehrstufige Entscheidungsprozesse . . . . .	323
3. Keine Irreführung der Öffentlichkeit . . . . .	324
4. Gewährleistung der Vertraulichkeit . . . . .	325
5. Entscheidung des Emittenten erforderlich? . . . . .	327
V. Sanktionen . . . . .	328
1. Bedeutung nationaler Traditionen . . . . .	328
2. Schadensersatz . . . . .	329
a) Deutschland . . . . .	329
b) Andere Mitgliedstaaten . . . . .	333
3. Verwaltungssanktionen . . . . .	335
a) Geldbußen . . . . .	335
aa) Deutschland . . . . .	336
bb) Frankreich . . . . .	337
b) Bekanntmachung des Verstoßes („ <i>naming and shaming</i> “). . . . .	338
c) Weitere Verwaltungssanktionen . . . . .	338

4. Strafrecht . . . . .	339
VI. Aufsicht . . . . .	339
VII. Fazit . . . . .	340
<b>§16 Beteiligungstransparenz . . . . .</b>	<b>341</b>
I. Einführung . . . . .	343
II. Regelungskonzeption . . . . .	345
1. Vorgaben des europäischen Rechts. . . . .	345
a) Grundlagen. . . . .	345
b) Anwendungsbereich und Regelungskompetenzen. . . . .	346
c) Verhaltensregeln. . . . .	347
d) Flankierende Verhaltensregeln. . . . .	347
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	348
III. Mitteilungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils . . . . .	349
1. Voraussetzungen . . . . .	349
a) Mitteilungspflichtige Vorgänge. . . . .	349
b) Meldeschwellen. . . . .	350
c) Ausnahmen von der Mitteilungspflicht . . . . .	352
2. Rechtsfolgen . . . . .	353
a) Mitteilung . . . . .	353
b) Veröffentlichung . . . . .	353
3. Zurechnung von Stimmrechten. . . . .	354
a) Regelungskonzeption . . . . .	354
b) Fälle. . . . .	355
aa) „Acting in Concert“. . . . .	355
(1) Rechtspraxis in Deutschland. . . . .	356
(2) Rechtspraxis in Frankreich. . . . .	358
(3) Rechtspraxis in Italien. . . . .	359
(4) Rechtspraxis in Spanien. . . . .	360
bb) Vorläufige Stimmrechtsüberlassung . . . . .	361
cc) Mitteilungspflichten des Sicherungsnehmers. . . . .	362
dd) Mitteilungspflichten beim Nießbrauch . . . . .	362
ee) Konzernunternehmen gehörende Aktien. . . . .	362
ff) Verwahrte Aktien. . . . .	364
gg) Für Rechnung gehaltene Aktien . . . . .	365
hh) Stimmrechtsausübung des Bevollmächtigten. . . . .	367
c) Ausnahmen. . . . .	367
4. Aufsicht . . . . .	367
5. Sanktionen . . . . .	369
a) Geldbußen. . . . .	369
b) Rechtsverlust. . . . .	370
c) Anlegerschutz durch Schadensersatz. . . . .	371
IV. Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten. . . . .	372
1. Voraussetzungen . . . . .	372

2. Rechtsfolgen . . . . .	373
3. Sanktionen . . . . .	374
4. Reform . . . . .	374
a) Vereinigtes Königreich . . . . .	374
b) Deutschland . . . . .	375
c) Frankreich . . . . .	378
d) Europa . . . . .	379
V. Mitteilungspflichten über Absichten (Investorenerklärung) . . . . .	379
1. Frankreich . . . . .	379
2. Deutschland . . . . .	380
3. Reformen auf europäischer Ebene . . . . .	382
VI. Fazit . . . . .	382
/	
<b>§17 Directors' Dealings . . . . .</b>	<b>385</b>
I. Einführung . . . . .	385
II. Regelungskonzeption . . . . .	387
1. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	387
a) Rechtsgrundlagen . . . . .	387
b) Verhältnis zu den anderen Publizitätsvorschriften . . . . .	388
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	388
III. Mitteilungspflichten . . . . .	389
1. Voraussetzungen . . . . .	389
a) Mitteilungspflichtige Personen . . . . .	389
b) Mitteilungspflichtige Geschäfte . . . . .	390
2. Rechtsfolgen . . . . .	391
a) Vorgaben des europäischen Rechts zur Mitteilung und Veröffentlichung . . . . .	391
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten . . . . .	392
IV. Aufsicht und Sanktionen . . . . .	393
1. Vorgaben der Marktmissbrauchs-RL . . . . .	393
2. Geldbußen und strafrechtliche Sanktionen . . . . .	394
3. Gewinnabschöpfung . . . . .	394
4. Schadensersatz . . . . .	395
V. Fazit . . . . .	396
<b>§ 18 Veröffentlichung von Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren . . . . .</b>	<b>397</b>
I. Einführung . . . . .	397
II. Regelungskonzeption . . . . .	398
III. Veröffentlichung von Änderungen der Aktienrechte . . . . .	398
IV. Veröffentlichung von Informationen zur Ausübung von Rechten . . . . .	399
1. Informationen über die Ausübung von Aktienrechten . . . . .	399
2. Informationen über die Ausübung von Rechten aus Schuldtiteln. . . . .	400
V. Fazit . . . . .	401

§ 19 Übernahmerechtliche Publizität . . . . .	403
I. Einführung . . . . .	404
II. Publizität der Abwehrstrukturen und -mechanismen . . . . .	405
1. Regelungszwecke . . . . .	405
2. Offenlegungspflichtige Informationen . . . . .	406
a) Zusammensetzung des Kapitals . . . . .	406
b) Beschränkungen bezüglich der Übertragung der Aktien . . . . .	407
c) Bedeutende Beteiligungen . . . . .	407
d) Inhaber von Sonderrechten . . . . .	408
e) Art der Stimmrechtskontrolle bei Mitarbeiterbeteiligungen . . . . .	409
f) Beschränkungen von Stimmrechten . . . . .	409
g) Gesellschaftervereinbarungen . . . . .	409
h) Bestimmungen über Bestellung und Abberufung von Geschäftsleitern . . . . .	410
i) Befugnisse der Geschäftsleitung zur Ausgabe und zum Rückkauf von Aktien . . . . .	411
j) Change of Control-Klauseln . . . . .	411
k) Entschädigungsvereinbarungen . . . . .	412
III. Pflicht zur Veröffentlichung eines Angebots . . . . .	412
1. Arten eines Angebots . . . . .	412
2. Entscheidung zur Abgabe eines Angebots . . . . .	413
3. Angebotsunterlage . . . . .	414
IV. Pflichtangebot . . . . .	415
1. Rechtsgrundlagen und Normzwecke . . . . .	415
2. Begriff der Kontrolle . . . . .	416
3. Kontrollerlangung aufgrund eines Acting in Concert . . . . .	417
a) Rechtsgrundlagen . . . . .	417
b) Entscheidungspraxis . . . . .	418
aa) Der Fall <i>Sacyr/Eiffage</i> (Frankreich) . . . . .	419
bb) Der Fall <i>WMF</i> (Deutschland) . . . . .	420
V. Fazit . . . . .	422
4. * Kapitel: Informationsintermediäre . . . . .	425
§ 20 Finanzanalysten . . . . .	425
I. Einführung . . . . .	425
II. Typen von Finanzanalysten . . . . .	428
III. Regelungskonzeption . . . . .	428
1. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	429
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	429
IV. Spezifische Regulierung für Finanzanalysten . . . . .	430
1. Begriff der Finanzanalyse . . . . .	430
a) Begriff der Information mit Empfehlungen . . . . .	430

b) Normadressaten . . . . .	432
2. Sachgerechte Darbietung der Finanzanalyse . . . . .	433
a) Allgemeine Anforderungen . . . . .	433
b) Besondere Anforderungen für bestimmte Personen . . . . .	433
3. Offenlegungspflichten . . . . .	435
a) Identität des Erstellers . . . . .	435
b) Aktuelle und potentielle Interessenkonflikte . . . . .	435
aa) Allgemeine Regelungen . . . . .	435
bb) Besondere Regelungen für bestimmte Personen . . . . .	436
(1) Pflicht zur Offenlegung bestimmter Interessenkonflikte . . . . .	436
(2) Pflicht zur Offenlegung weiterer Umstände . . . . .	438
4. Weitergabe der Analyse eines Dritten . . . . .	439
a) Allgemeine Anforderungen . . . . .	439
b) Spezielle Pflichten für bestimmte Personen . . . . .	440
5. Grundsatz der Verhältnismäßigkeit . . . . .	441
6. Sanktionen . . . . .	442
a) Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	442
b) Deutschland . . . . .	442
c) Vereinigtes Königreich . . . . .	443
V. Bedeutung der allgemeinen Verhaltensregeln für Finanzanalysten . . . . .	444
1. Marktmanipulation . . . . .	444
a) Informationsgestützte Manipulation . . . . .	444
b) Vorspiegelung falscher Tatsachen und Verwendung sonstiger Kunstgriffe . . . . .	445
c) Scalping . . . . .	446
d) Sperrwirkung der Durchführungs-RL 2003/125/EG . . . . .	447
2. Verbotene Insidergeschäfte . . . . .	447
3. Organisationspflichten . . . . .	448
a) Allgemeine organisatorische Anforderungen . . . . .	449
b) Besondere organisatorische Anforderungen . . . . .	450
VI. Fazit . . . . .	451
 §21 Ratingagenturen . . . . .	 453
I. Einführung . . . . .	453
1. Funktionen eines Ratings . . . . .	454
2. Wirkungen eines Ratings . . . . .	455
3. Marktstruktur und Entwicklung der Regulierung in Europa . . . . .	456
II. Regelungskonzepte . . . . .	457
III. Anwendungsbereich . . . . .	458
1. Gegenstand der Regulierung . . . . .	458
2. Geltungsbereich . . . . .	458
3. Begriffe . . . . .	459
IV. Regulierungsansätze und Pflichten . . . . .	460
1. Vermeidung von Interessenkonflikten . . . . .	460



a) Unabhängigkeit der Ratingagentur . . . . .	460
b) Am Rating beteiligte Personen . . . . .	462
2. Verbesserung der Qualität der Ratings . . . . .	463
3. Transparenzpflichten . . . . .	464
a) Bekanntgabe und Präsentation von Ratings . . . . .	464
b) Transparenzbericht . . . . .	465
4. Registrierung . . . . .	465
V. Aufsicht . . . . .	466
VI. Sanktionen . . . . .	467
1. Verwaltungsrechtliche Maßnahmen . . . . .	467
2. Strafrechtliche Maßnahmen . . . . .	468
3. Zivilrechtliche Haftung . . . . .	468
a) Ansprüche eines Emittenten . . . . .	468
b) Ansprüche eines Anlegers . . . . .	469
VII. Fazit . . . . .	469
5. Kapitel: Compliance in Wertpapierfirmen . . . . .	471
§22 Grundlagen . . . . .	471
I. Begriff der Compliance . . . . .	471
II. Verhältnis zum Risikomanagement . . . . .	472
III. Entwicklung und Rechtsgrundlagen . . . . .	474
§ 23 Organisatorische Anforderungen . . . . .	477
I. Regelungskonzeption des Unionsrechts . . . . .	478
1. Überblick . . . . .	478
2. Regelungszugriff: Prinzipien-orientierte Regulierung . . . . .	479
3. Regelungszweck . . . . .	483
II. Überblick über die Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	484
1. Deutschland . . . . .	484
2. Frankreich . . . . .	485
3. Italien . . . . .	486
4. Schweden . . . . .	486
5. Spanien . . . . .	486
6. Vereinigtes Königreich . . . . .	487
III. Zielvorgabe und Organisationsmaßstab . . . . .	488
1. Minimierung von Compliance-Risiken . . . . .	488
2. Reichweite der Compliance-Pflicht . . . . .	490
IV. Bestandteile der Compliance-Organisation . . . . .	491
1. Compliance-Funktion . . . . .	491
a) Anforderungen . . . . .	492
aa) Unabhängigkeit . . . . .	492

(1) Operationelle und finanzielle Unabhängigkeit . . . . .	492
(2) Organisatorische Unabhängigkeit . . . . .	494
bb) Dauerhaftigkeit und Wirksamkeit . . . . .	496
b) Aufgaben. . . . .	496
aa) Überwachungs- und Bewertungsfunktion. . . . .	497
bb) Beratungs- und Unterstützungsfunktion. . . . .	498
3. Compliance-Beauftragter . . . . .	498
a) Benennung . . . . .	499
aa) Registrierungs- und Qualifikationsanforderungen. . . . .	499
bb) Benennung von Geschäftsleitern als Compliance- Beauftragte. . . . .	500
b) Rechtsstellung. . . . .	501
aa) Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsleitung. . . . .	501
bb) Disziplinarische Unabhängigkeit und Kündigungsschutz . . . . .	503
c) Aufgaben und Befugnisse. . . . .	503
aa) Informations- und Weisungsbefugnisse. . . . .	503
bb) Compliance-Berichterstattung . . . . .	505
(1) Internes Reporting . . . . .	505
(2) Externes Reporting . . . . .	506
4. Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen („Chinese-Walls“). . . . .	507
a) Rechtsgrundlagen. . . . .	508
b) Bestandteile. . . . .	509
aa) Abgrenzung von Vertraulichkeitsbereichen . . . . .	509
bb) Beobachtungs- und Sperrlisten. . . . .	511
c) Rechtswirkungen. . . . .	513
V Sanktionen. . . . .	514
1. Sanktionen gegen die Wertpapierfirma . . . . .	514
2. Sanktionen gegen die Geschäftsleitung und den Compliance- Beauftragten. . . . .	516
VI. Fazit . . . . .	517
Literaturverzeichnis. . . . .	519
Sachverzeichnis . . . . .	523
Übersicht zu den im Buch behandelten Aufsichts- und Gerichtsentscheidungen. . . . .	539