

---

# 1. Kapitel      **Worum es im Kapitalmarktrecht geht**

Märkte (allgemein) bringen interessierte Käufer und Verkäufer zusammen. **1**  
Diese tauschen – aufgrund der am Markt bestehenden Konkurrenz – ihre Angebote (Waren) und Leistungen zu einem **fairen Preis** aus. Je intensiver ein Markt funktioniert, desto mehr Produkte und Leistungen kann ein Käufer zu einem günstigen Preis erwerben, um diese in seinem Geschäftsbetrieb gewinnbringend einzusetzen, und desto mehr Produktionsmittel (Geld) erhält der Verkäufer, um mit ihnen seine Produktion auszubauen und seine Waren in größerem Umfang anzubieten. Ein funktionierender Markt verhilft den auf ihm tätigen Akteuren daher auch zu den für sie wirtschaftlich nötigen Waren und Dienstleistungen und garantiert ihnen ihren geschäftlichen Fortbestand am Markt.

Dies gilt nicht nur für einen Markt für Obst und Gemüse oder Beratungsdienstleistungen, sondern in besonderem Maße auch für den Kapitalanlagemarkt. **2**  
Eigens beim Kapitalmarkt tritt zudem die **Unternehmens-Finanzierungs-Funktion** in den Vordergrund.

Unternehmen, insbesondere Aktien-Gesellschaften, erhalten durch die Ausgabe (Emission) von Unternehmensanteilen (Aktien) Geld von den Aktienkäufern und finanzieren hierdurch ihre Unternehmens- bzw. deren Geschäftstätigkeit (zu den Formen der Unternehmensfinanzierungen siehe 📁 → Anhang 2). Somit besitzt eigens das Kapitalmarktrecht eine besondere Bedeutung für **3**

- den Bestand und das **Verbleiben der Unternehmen am Markt** und damit auch
- für den **Wettbewerb**. Verbleiben nämlich viele Unternehmen am Markt, gewährleistet dies, dass sich diese Konkurrenz machen und jeder Nachfrager mit einem für ihn günstigen Marktpreis bzw. günstige Marktbedingungen rechnen kann.

## I. Über das Vertrauen in das ordnungsgemäße Funktionieren des Marktes

- 4 Ein Markt funktioniert am besten, wenn sich die Teilnehmer auf sein ordnungsgemäßes Funktionieren – d. h. insbesondere auf ein ehrliches, faires und verlässliches Verhalten aller seiner Akteure – verlassen können. **Vertrauen** nämlich die Akteure auf ein ordnungsgemäßes Verhalten all ihrer Geschäftspartner, kommen sie gar nicht in die Notwendigkeit, eingehende Erkundigungen über deren Geschäftsgebaren, deren Zahlungswilligkeit und vor allem -fähigkeit einzuholen. Derartige Informationen sind ohnehin extrem teuer, da sich kaum ein Geschäftsmann freiwillig in die Karten blicken lässt. Diese Ausgaben verbessern auch weder das Produkt noch seinen Vertrieb. Sie können eine solche Höhe erreichen, dass die Parteien dann auf die Durchführung des Geschäfts ganz verzichten (**prohibitive Kosten**).

5 **Beispiel:**

Wenn ein Anleger Aktien von einem übel beleumundeten Anbieter i. H. v. 2.800 € erwerben will, aber zu seiner Absicherung durch Detektive oder Finanz- und Wirtschaftsauskunfteien dessen **Zahlungswilligkeit und -fähigkeit** für 2.300 € ermitteln lassen muss, wird er auf den Kauf der Aktien selbst dann verzichten, wenn er dringend auf den Erwerb dieser Aktien angewiesen ist.

- 6 Kann er aber dem Anbieter gerechtfertigter Weise vertrauen, so muss er derartige **Informationsaufwendungen** nicht tätigen. Er verbessert seine Geschäftstätigkeit.
- 7 Derartiges Vertrauen gerade in die **Zahlungsfähigkeit** eines Finanzdienstleisters bilden sein ausgezeichneter **Ruf**, der sich in der Geschichte und auch in schweren Zeiten gebildet hat und bis heute unbeschadet fort dauert, Jahreszahlen der Gründung des Unternehmens, aber auch repräsentative Unternehmenssitze. Auch **Rating-Ergebnisse** bilden ebenso Indizien einer Vertrauenswürdigkeit.
- 8 Ein weiteres geeignetes Mittel zum Erreichen des Vertrauens in das ordnungsgemäße Funktionieren des Kapitalmarktes ist das Einhalten von gesetzlichen Vorschriften, die ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Kapitalmarktes gewährleisten.

Hierzu zählen insbesondere Normen zur Sicherung der Kapitalausstattung **9** sowie solche zur Untersagung **verbotener Geschäfte**, wie Betrug (§ 263 StGB), Kapitalanlagebetrug (§ 264a StGB), Unterschlagung (§ 246 StGB), Insidergeschäfte, Marktmanipulationen, Geldwäsche (§ 261 StGB), Verleiten zu Börsenspekulationsgeschäften (§ 61 i. V. m. § 23 Abs. 1 BörsG), Ausgabe fehlerhafter Börsenprospekte (§ 21 WpPG; §§ 340 Abs. 2 Nr. 13, 36, 38, 39, 40, 73 KAGB; § 340 Abs. 6 Nr. 7, 10 KAGB), Insiderstrafrecht (§ 119 Abs. 3 WpHG i. V. m. Art. 14 a, b, c VO 596/2014), Marktmanipulation (§ 120 WpHG i. V. m. Art. 15 i. S. d. Art. 12 VO 596/2014) u. v. a. m.

In vielen dieser Normen setzt der Staat mit seinem härtesten Instrument an, das ihm zusteht, nämlich dem **Strafrecht**. Den gegen die Norm verstoßenen Täter können staatliche Gerichte dann nicht nur zu einer **Geldstrafe** (entsprechend seines Verdienstes nach Tagessätzen), sondern auch zu einer **Freiheitsstrafe** verurteilen. Im Gegensatz zu einem **Bußgeld** ist der strafrechtlich verurteilte Täter vorbestraft.



## II. Die Notwendigkeit der Markttransparenz

Allerdings ist – trotz gesetzlicher Normen – das Vertrauen in den Kapitalmarkt **10** ohnehin nur schwer zu erreichen. Dies liegt nicht etwa daran, dass alle auf dem Kapitalmarkt Tätigen eine besonders hohe kriminelle Energie aufweisen. Betrüger, die die schon vergammelte Ware nach unten packen und dann als frische mitverkaufen, oder Scharlatane, die mit obskuren Behandlungsmethoden unheilbare Krankheiten kurieren, finden sich auch auf den Produkt- oder den Dienstleistungsmärkten.

Im Gegensatz zu diesen Märkten ist gerade der Kapitalmarkt undurchschaubar, **11** also **intransparent**. So lassen sich die Qualität der unterschiedlichen und kaum zu durchschauenden Anlageprodukte, ihr Erwerbsverfahren oder ihre Anbieter (vor allem, wenn diese aus dem Ausland stammen) weitaus schwieriger feststellen als eine faule Birne.

Für den Kapitalmarkt und sein Recht besteht also die Notwendigkeit, alle relevanten (maßgeblichen) Verhältnisse und Tatbestände auf diesem Markt transparent, d. h. einsehbar und auch für jeden Marktteilnehmer verständlich, zu gestalten. **12**

- 13** Die Verständlichkeit nimmt gerade bei den Regelungen des Kapitalanlagekaufs eine besonders große Rolle ein.
- 14** Zahlreiche Normen des Kapitalmarktrechts sorgen für die Erstellung der notwendigen **Transparenz** des Kapitalanlagemarktes, indem sie Banken, Anlageemittenten und Finanzdienstleistern eine Vielzahl an **Melde-, Anzeige- und Informationspflichten** auferlegen (siehe 📌 → Anhang 3 Übersicht über Mitteilungspflichten).

### III. Die Notwendigkeit von Mitteilungspflichten

- 15** Der europäische sowie der deutsche Gesetzgeber etablierten in den letzten sieben Jahren zahlreiche Mitteilungspflichten für Banken und Unternehmen der Kreditwirtschaft. Deren Einhaltung stellt für die Verpflichteten einen enormen **Aufwand** dar. Zum Teil scheinen Mitteilungspflichten derartig umfangreiche personelle und unternehmerische Ressourcen zu beanspruchen, dass Banken und mitteilungspflichtige Unternehmen die Einhaltung der Mitteilungspflichten (in der Praxis) lediglich als Selbstzweck erleben.
- 16** Mitteilungspflichten – speziell die der Banken und Versicherungsunternehmen – dienen
- der **Kenntlichmachung** und damit der **Verhütung** von rechtswidrigem Verhalten der Banken und Unternehmen sowie
  - der **Vorbeugung** eintretender (Marktrisiken) Gefahren auf dem Kapital- und Anlagenmarkt. Somit stärken Mitteilungspflichten auch das **Vertrauen** der Verbraucher in die Funktionsfähigkeit des Finanz- und Kapitalanlagemarktes. Wobei an dieser Stelle nicht unerwähnt sein soll, dass bereits ein **funktionierender Markmechanismus** diesen Zwecken (Funktionsfähigkeit des Banken- und Kapitalanlagemarkt) dienen kann.
- 17** **1. Der Marktmechanismus versus Mitteilungspflichten.** So fördert ein funktionierender Markmechanismus das **Ausscheiden** nicht vertrauenswürdiger Anbieter aus dem Markt, denn im Falle einer zu teuren oder qualitativ schlechten Bankleistung oder sogar im Falle eines betrügerischen Verhaltens weichen die Nachfrager auf einen anderen Anbieter aus. Durch die so verringerte Nachfrage verliert der vertrauensunwürdige Anbieter Einkommensmöglichkeiten. Seine Konkurrenten verdrängen ihn vom Markt. Ein Anbieter wird sich daher überlegen müssen, ob er durch ein überteuertes und/oder qualitativ unzureichen-

des Angebot die Gefahr der Sanktion des Ausscheidens aus dem Markt riskieren will.

Der Marktmechanismus wirkt allerdings nur bei der **Durchsichtigkeit des Marktes**. Denn nur auf einem transparenten Markt verfügen die Teilnehmer über Informationen, die nötig sind, Anbieter vergleichen und einen günstigeren wählen zu können. **18**

Eine derartige **Transparenz** besteht auf den nationalen Bankenmärkten und erst recht auf dem europäischen Bankenmarkt nicht. Denn diese gekennzeichnet ein Höchstmaß an Intransparenz. So sind ihre **Angebote** derart **komplex** und **spezialisiert**, dass sie – im Gegensatz etwa zu rein agrarischen Märkten – kaum noch vergleichbar und für den Nachfrager undurchschaubar sind: Zahllose Anlageprodukte wie etwa der Erwerb unterschiedlicher Formen von *Optionen*, *Fonds*, *Zertifikaten* treten insbesondere in der letzten Zeit auf und machen den Banken- und Anlagemarkt nicht nur für den Bankkunden, sondern auch für Finanzexperten nahezu **undurchsichtig**. **19**

Die konstante Zunahme an **Fusionen** und **Unternehmensübernahmen** auf der Seite der Banken, Wertpapierhändler, Anlageberatungsunternehmen und vor allem der Emittenten steigern die Undurchschaubarkeit noch. **20**

Eine weitere zusätzliche Potenzierung der Intransparenz auf den Banken- und Anlagemärkten Europas tritt speziell durch die beständig zunehmende **grenzüberschreitende Tätigkeit** von Banken, Kreditinstituten und Wertpapierdienstleistern auf dem europäischen Binnenmarkt, also durch die sog. „**Europäisierung**“ dieser Märkte, ein. Auch die Entwicklungen des europäischen Rechts – speziell im Gesellschaftsrecht (man denke nur an die Rechtsentwicklung in der Rechtsprechung des EuGHs in den Fällen „Daily Mail“ [🏠 → EUGH Rs. 81/87], „CENTROS“ [🏠 → EUGH C-212/97] und „Überseering“ [🏠 → EUGH C-208/00]) – steigern die Unsicherheit auf diesen Märkten erheblich. Zu erwarten steht, dass die Rechtsprechungspraxis des EuGHs zur Zulässigkeit unterschiedlicher Rechtsformen in anderen europäischen Mitgliedstaaten ein neues Feld der Verunsicherung auf dem Finanzmarkt eröffnen wird. **21**

**2. Staatliche Straf- oder Bußgelder versus Mitteilungspflichten.** Auch die im Bankrecht häufig anzutreffenden **Sanktionen** des Straf- oder Ordnungswidrigkeitenrechts können den auf dem Bankenmarkt **fehlenden Marktmechanismus** nicht ersetzen. Zwar erhöhen die oben genannten Sanktionen die Kosten für ein zu missbilligendes, etwa ein betrügerisches, Bankverhalten. Der unredliche Anbieter kann dann – unter Einrechnung der Sanktion – nur noch kosteninten- **22**

siver als seine Konkurrenten seine Leistungen anbieten. Er verliert somit seine Konkurrenzfähigkeit. Ein unredlich agierender Anbieter wird daher gezwungen sein, entweder sein – sanktionsbewertetes und damit ökonomisch teures – Angebotsverhalten einzustellen oder aus Kostengründen vom Markt zu verschwinden.

- 23** Die Wirkung staatlicher Sanktionen ist in der Praxis allerdings gering. Oft greift nämlich ein schwerfälliges Behördensystem bei der aufwendigen und ggf. komplexen Aufklärung bank- und kapitalmarktrechtlicher Delikte nicht. So bleiben Straftaten und Ordnungswidrigkeiten des Bank- und Kapitalmarktrechts oft unentdeckt und unaufgeklärt und damit **sanktionslos**. Zudem existiert auf europäischer Ebene eine Spezialbehörde zur Verfolgung von unlauteren Marktverhalten bis heute nicht.
- 24** Das **US-amerikanische Recht** erhöht demgegenüber die „Aufklärungsichte“ von Bank- und Kapitalmarktrechtsübertretungen, indem es privaten Bürgern umfangreiche **Schadenersatzansprüche** zur Verfügung stellt.
- 25** Die durch **Mitteilungspflichten** zu schaffende Transparenz hat also den Zweck, einen fehlenden, einen nicht funktionierenden Marktmechanismus zu ersetzen (siehe auch 🏠 → Anhang 4 Ökonomik von Mitteilungspflichten).

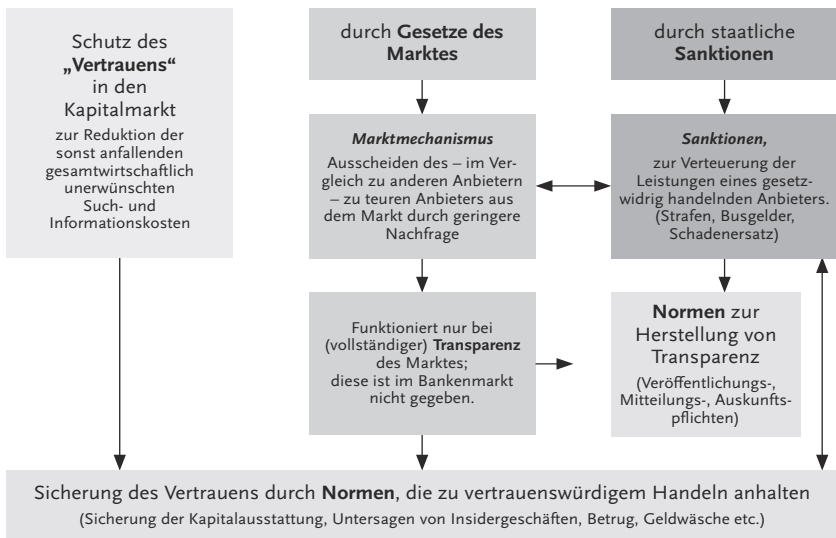


Abb. 1: Ökonomik von Mitteilungspflichten

## 2. Kapitel Die Normen des Kapitalmarktrechts

Die Beschäftigung mit dem Kapitalmarktrecht fällt umso schwerer, als dieser aus einer Fülle unterschiedlicher Normen, verschiedener Provenienz besteht. Aufgrund der Internationalisierung und Europäisierung des Kapitalanlage-marktes und damit seines Rechts durchdringen unterschiedliche internationale und europäische Rechtsnormen das deutsche Kapitalmarktrecht. **26**

Hier ist nicht der Raum, auf alle diese Rechtsquellen einzugehen. Es erleichtert jedoch das Verständnis des Kapitalmarktrechts, die Funktionsweise eines jeden **Rechtsquellen-Typus** zu kennen. **27**

### I. Internationale Rechtsnormen des Kapitalmarktrechts

Die Internationalisierung der Zahlungs- und Kapitalströme, mithin des Kapitalmarktes, erfordert mehr und mehr weltweite Regelungen. Diese haben grundsätzlich keinen Gesetzescharakter, sondern sind (vertragliche) **Vereinbarungen** zwischen einzelnen Staaten und/oder deren Vertretungen in internationalen Organisationen. **28**

Die Staaten oder etwa die sie umfassenden Organisationen, wie etwa die Europäische Union (EU), müssen dann diese vertraglichen Regelungen in ihr Recht umsetzen.

Eine unmittelbare Wirkung gegenüber den Banken, den Finanzdienstleistern oder den Bürgern entfalten diese „**völkerrechtlich-vertraglichen Regeln**“ nicht.

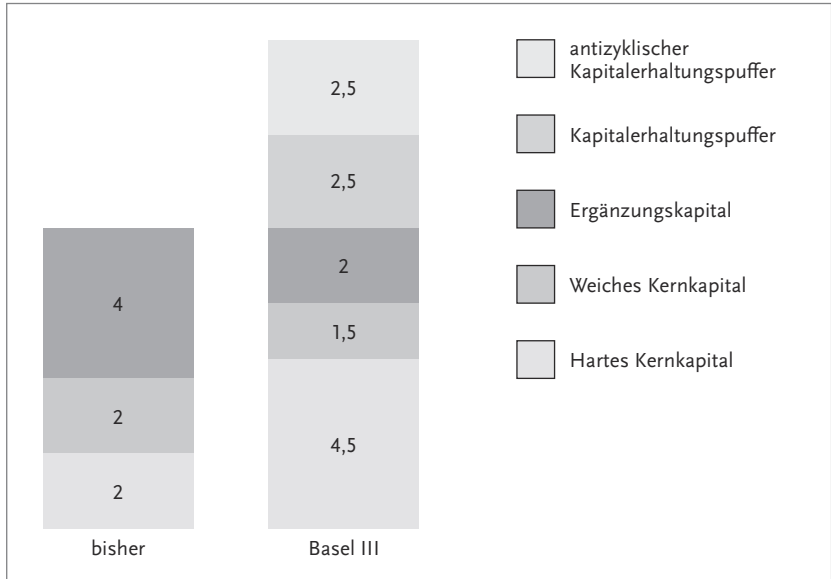


Neben den Regelungen des **Baseler Ausschusses** (siehe 🏢 → Anhang 5 Basel), **29**

- **Basel I** (Basel Committee on Banking Supervision – International Convergence of capital measurement and capital standards, Juli 1988),
- **Basel II** (*Basler Ausschuss für Bankenaufsicht* – Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen, 2004) oder

- **Basel III** (*Basler Ausschuss für Bankenaufsicht* – Internationale Rahmenvereinbarung über Messung, Standards und Überwachung in Bezug auf das Liquiditätsrisiko, 2010),

die vorwiegend die ausreichende **Kapitalausstattung** von Banken und Kreditinstituten grenzüberschreitend regeln,



**Abb. 2:** Eigenkapitalanforderungen Basel III

sind es insbesondere die

- Zielvorgaben und Prinzipien der **IOSCO** („*IOSCO's Objectives and Principles of Securities Regulation*“), die auf internationaler Ebene das Kapitalmarktrecht regeln.

- 30** IOSCO ist eine Kooperation aus derzeit 129 regulären Mitgliedern (i. d. R. nationale Aufsichtsbehörden), die weltweit mehr als 95 % der Wertpapiermärkte überwachen. IOSCO fördert deren Zusammenarbeit bei der Erstellung, Umsetzung, Kontrolle und Einhaltung einheitlicher internationaler Standards des Wertpapierhandels und der Wertpapieraufsicht. Zu diesem Zweck entwickelt IOSCO **internationale Standards** der Aufsicht von Wertpapiermärkten, unter anderem auch die im Jahr 1988 verabschiedeten *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Diese verfolgen in 30 einzelnen **Sicherheits-Leitsätzen** die

Aufrechterhaltung eines fairen, effizienten und transparenten Marktes zur Förderung des Vertrauens der Anleger in die Zuverlässigkeit des Kapitalmarktes sowie die Verstärkung des Anlegerschutzes und die Verminderung systemischer Risiken.

## II. Europarechtliche Regelungen

Da sich die Europäische Union und schon damals ihre Vorgängerorganisationen, die Europäischen Gemeinschaften (EURATOM, Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl [EGKS]: heute nicht mehr existent) und insbesondere die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG), die europaweite Angleichung der Wirtschaftsbedingungen aller ihrer Mitgliedstaaten zum Ziel gesetzt hat, und insbesondere die **Dienstleistungsfreiheit** (Art. 56 ff. AEUV) sowie die **Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit** (Art. 63 ff. AEUV) als eigene „Grundfreiheiten“ ihrer Bürger etabliert hat (siehe: *Krimphove*, Europarecht, 3. Aufl. 2019, S. 87 ff. m. w. H.), finden sich zahlreiche Kapitalmarktregelungen gerade im **Europarecht** (siehe: *Krimphove*, Soergel: BGB-Kommentar, Bd. 27/1 IPR, 2019, IntKapMR, Rn. 72, 60 ff. m. w. H.). **31**

## III. Europäische Richtlinien und Verordnungen

Hinsichtlich der Wirkung europäischer Rechtsquellen ist nach Art. 288 AEUV zu unterscheiden. **32**

Die **europäische Verordnung** (VO) gilt *unmittelbar* und *direkt* für alle europäischen Mitgliedstaaten sowie deren Bürger und die in ihnen ansässigen Unternehmen, wie Banken und Finanzdienstleister (Art. 288 Abs. 2 AEUV). Die europäische Verordnung ist neben dem Primärrecht des AEUV das einschneidenste Instrument zur Harmonisierung der verschiedenen Rechtsordnungen auf dem europäischen Binnenmarkt. **33**

Die **europäische Richtlinie** (RL) wendet sich demgegenüber ausschließlich an die Mitgliedstaaten. Diese verpflichtet sie zur Umsetzung des europäischen Rechts in ihre nationalen Normsysteme. Dabei sind die Mitgliedstaaten bezüg- **34**

lich der Wahl des Rechtscharakters und der formellen Umsetzungsbedingungen – nicht aber bezüglich des Inhaltes und des Zeitpunktes seiner Umsetzung – weitgehend frei.



Erst das nationale Recht, in das der Inhalt der europäischen Richtlinie umgesetzt ist, vermittelt dem europäischen Bürger bzw. Unternehmen, Banken und Finanzdienstleistern einen eigenen unmittelbaren Anspruch; sei es gegenüber einem europäischen Mitgliedstaat, sei es gegen einen Privaten.



Kennzeichnend für das Internationale Bank- und Kapitalmarktrecht ist die **Zurückhaltung**, mit der sich der europäische Gesetzgeber zu dem Erlass einer europäischen Verordnung entschließt. Die Richtlinie belässt – wenn gleich auch nur in einem engen formellen, nicht aber inhaltlichen Rahmen – den Mitgliedstaaten die Möglichkeit eigener Einflussnahme. Auf diese Weise beachtet der europäische Gesetzgeber auch im internationalen Bank- und Kapitalmarktrecht das sog. Subsidiaritätsprinzip. Nach ihm soll vorrangig die kleinere vor einer größeren Einheit handeln, sofern die kleine Einheit den Konflikt befriedigend lösen kann.

**35 1. MiFID II (RI 2014/65/EU).** Eine für das Kapitalmarktrecht wichtige europäische Regelung ist die EU-Richtlinie 2014/65/EU (sog. MiFID II-Richtlinie; *Markets in Financial Instruments Directive*). Sie hat der deutsche Gesetzgeber mit dem „Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz“ (**2. FiMaNoG**) zum 3. Januar 2018 in Kraft gesetzt. Damit regelt jetzt das deutsche Kapitalmarktrecht insbesondere

- das Insiderrecht,
  - Insiderinformationen (Art. 7 MAR),
  - Verbot von Insidergeschäften (Art. 14 MAR) und
  - Offenlegungspflichten von Insiderinformationen (Art. 17 MAR),
  - Emittenten zur Führung von Insiderlisten (Art. 18 MAR),
  - Marktmanipulation (Art. 12 MAR),
- die Verschärfung von Sanktionen (Art. 30 MAR), Maßnahmenkatalog (Art. 30 Abs. 2 MAR) (MAD II),
- die unabhängige Anlageberatung, Zuwendungsverbot,
- breite Produktpalette (*Derivate-Definition*),
- Produkt-Governance,