

Teil I

Einführung

§ 1 Das Kapitalmarktrecht

Ausgewählte Literatur: *Assmann*, Bank- und Kapitalmarktrecht, in: Gebauer/Wiedmann, Zivilrecht unter europäischem Einfluss, 2. Aufl., 2010, Kap. 22; *Buck-Heeb*, Schadensersatz nach § 823 Abs. 2 BGB – Insbesondere zur Schutzgesetzeigenschaft kapitalmarktrechtlicher Normen, Ad Legendum 2011, 185; *Hopt*, Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, in: FS 50 Jahre Bundesgerichtshof, Bd. II, 2000, S. 497; *Kiimpel*, Kapitalmarktrecht, Eine Einführung, 3. Aufl., 2004; *U.H. Schneider*, Internationales Kapitalmarktrecht, AG 2001, 269; *Merkel/Roszbach*, Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, 217; *Park*, Schwerpunktbereich – Einführung in das Kapitalmarktstrafrecht, JuS 2007, 621, 712; *Schmolke*, Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz, NZG 2005, 912; *Schwarz*, Kapitalmarktrecht – Ein Überblick, DStR 2003, 1930; *Veil*, Europäische Kapitalmarktunion, ZGR 2014, 544; *Walla*, Die Reformen der Europäischen Kommission zum Marktmissbrauchs- und Transparenzregime – Regelungskonzeption, Aufsicht und Sanktionen, BB 2012, 1358.

I. Begriff

Das Kapitalmarktrecht ist in den angelsächsischen Ländern schon lange ein eigenständiges Rechtsgebiet. Inzwischen hat es sich auch in Deutschland als ein solches etabliert. Das Kapitalmarktrecht hat sich in den letzten Jahren so dynamisch entwickelt wie kaum ein Rechtsgebiet¹.

1

Seine ständig wachsende **Bedeutung für die Volkswirtschaft** resultiert zum einen aus der zunehmend am Kapitalmarkt ausgerichteten Altersvorsorge der Bevölkerung und zum anderen aus der veränderten Finanzierungspraxis der Unternehmen und der öffentlichen Hand. Diese erfolgt zumeist nicht mehr über die Aufnahme eines Bankkredits, sondern über die Börse, indem Wertpapiere am Kapitalmarkt emittiert werden². Diese „Wertpapierfinanzierung“ nennt man auch „Securitization“. Selbst die Kreditinstitute beschaffen sich die für ihre Kreditgeschäfte erforderlichen Refinanzierungsmittel zunehmend auf dem Wege der Emission von Kapitalmarkttiteln. Möglich ist eine Finanzierung auch über sog. Private Equity-Kapital³ einer Kapitalbeteili-

2

1 *Spindler*, NJW 2004, 3449 („Kapitalmarktreform in Permanenz“); KölnerKommWpHG/*Möllers/Leisch*, §§ 37b, c WpHG Rn 22 („law in process“); siehe auch *Kalss*, EuZW 2015, 569 f („Implosion“).

2 Emission bedeutet die Ausgabe von Wertpapieren an eine Vielzahl von Anlegern, vgl. *Langenbucher*, § 13 Rn 2.

3 Von (privaten und institutionellen) Anlegern bereitgestelltes Kapital, mit dem durch eine Beteiligungs-gesellschaft (sog. Private Equity Gesellschaft) für einen bestimmten Zeitraum Anteile an einem nicht börsennotierten Unternehmen mit dem Ziel der Erwirtschaftung einer Rendite erworben werden; siehe etwa *Feldhaus/Veith*, Frankfurter Kommentar zu Private Equity, 2010; *Eilers/Koffka/Mackensen*, Private Equity, 2. Aufl., 2012; *Jesch/Striegel/Boxberger*, Rechtshandbuch Private Equity, 2010.

gungsgesellschaft. Für Unternehmen in der Gründungsphase kann eine Finanzierung über Venture Capital-Investoren⁴ bzw Crowdinvesting⁵ erfolgen. Der auf dem Kapitalmarktrecht lastende Reformdruck resultiert jedoch nicht allein aus seiner ständig wachsenden Bedeutung und Veränderungen, sondern auch aus dem internationalen Wettbewerb der Kapitalmärkte sowie aus den zahlreichen Harmonisierungsmaßnahmen der EU.

- 3 Der Umfang dessen, was als Kapitalmarktrecht bezeichnet werden kann, weist schon deshalb **Überschneidungen** mit zahlreichen anderen Rechtsgebieten auf, weil es aus klassischen Rechtsgebieten, hauptsächlich dem Bankrecht⁶, dem Gesellschaftsrecht⁷ und dem Börsenrecht, entstanden ist. Eine rechtssystematische Verselbständigung eines Rechtsgebiets geschieht immer dann, wenn ein Regelungsbereich von der Praxis als ein in sich geschlossener Lebensbereich angesehen wird. Das ist in Bezug auf das Kapitalmarktrecht mittlerweile der Fall. Dessen eigenständige Regelungsperspektive zeigt sich schon daran, dass die entsprechenden Gesetze regelmäßig marktbezogen sind, dh insbesondere die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts schützen sollen.
- 4 Eine **Systematisierung** des Kapitalmarktrechts ist schwierig und noch nicht hinreichend gelungen. Eine allseits anerkannte **Definition** des Begriffs Kapitalmarktrecht wird überwiegend als unmöglich angesehen⁸. Allerdings gibt es verschiedene Definitionsversuche.
- 5 *Hopt* etwa bezeichnet das Kapitalmarktrecht als „die Gesamtheit der Grundsätze und Normen ..., die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und verbrieften bzw öffentlich registrierten Geldforderungstiteln – kurz fungiblen Kapitalmarktpapieren – befassen, um den Individualschutz der Kapitalanleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten“⁹, oder als die Regelung der rechtlichen Beziehungen der jeweiligen Marktgegenseiten (Emittent, Anleger, Finanzintermediäre wie Banken, Anlageberater etc)¹⁰. Offener formuliert nunmehr *Wittig* das Kapitalmarktrecht „als die Gesamtheit der Normen, Geschäftsbedingungen und Standards, mit denen die Organisation der Kapitalmärkte und die auf sie bezogenen Tätigkeiten sowie das marktbezogene Verhalten der Marktteilnehmer geregelt werden“¹¹. Wie auch immer man das Kapitalmarktrecht umschreibt, geht dessen Fortentwicklung in großen Schritten weiter.

4 Wagnis- oder Risikokapital-Investoren, die sich als Beteiligungsgesellschaft (Venture-Capital-Gesellschaft) an einer besonders riskanten („jungen“) Unternehmung außerbörslich beteiligen (Teilbereich des „private equity“-Geschäfts); siehe *Zirngibl/Kupsch*, BB 2011, 579; *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, 5. Aufl., 2016; siehe auch VO (EU) Nr 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds, ABl EU Nr L 115 vom 25. April 2013, S. 1; zum Änderungsvorschlag der EU-Kommission siehe COM(2016) 461 final vom 14. Juli 2016.

5 Siehe unten Rn 215.

6 Zur engen Verknüpfung mit dem Bankrecht *Karahan*, in: *Albrecht/Karahan/Lenenbach*, § 1 Rn 1; *Wittig*, in: *Kümpel/Wittig*, Rn 1.7.

7 Hierzu Rn 45 ff.

8 Vgl *Assmann*, in: *Nörr*, 40 Jahre Bundesrepublik Deutschland – 40 Jahre Rechtsentwicklung, 1990, S. 251 ff; *U.H. Schneider*, AG 2001, 269, 271.

9 *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 431; *ders.*, in: FS 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2000, S. 497, 498 ff.

10 *Hopt*, in: *Grundmann*, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, 2000, S. 307, 314 f; *ders.*, in: FS 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2000, S. 497, 499.

11 *Wittig*, in: *Kümpel/Wittig*, Rn 1.10; vgl auch *Assmann/Buck*, EWS 1990, 110, 190; *Lenenbach*, KMR, Rn 1.86 ff.

II. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts

Das Kapitalmarktrecht hat zwei Regelungsziele: den Funktionsschutz des Kapitalmarkts und den Anlegerschutz. Beide sind miteinander verflochten. 6

1. Funktionsschutz

Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist ein dem öffentlichen Interesse an effizienten Märkten dienendes Schutzgut¹². Dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts kommt eine tragende Bedeutung zu, da die Volkswirtschaft auf gut funktionierende Kapitalmärkte angewiesen ist. Um ihren Finanzbedarf zu decken, brauchen nicht nur kapitalmarktfähige Unternehmen Gelder von in- und ausländischen Investoren, sondern auch die öffentlichen Haushalte. Abgesehen davon kommt dem Kapitalmarkt die Aufgabe einer Altersvorsorge als Ergänzung zur gesetzlichen Rentenversicherung zu. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts lässt sich anhand von drei Teilespekten beurteilen: die institutionelle, die operationale und die allokativen Funktionsfähigkeit. 7

a) Institutionelle Funktionsfähigkeit

Die institutionelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts verlangt das Vorliegen der **Grundvoraussetzungen** für einen funktionierenden Markt. Es muss also ein ungehinderter Marktzugang der Emittenten und des Anlegerpublikums möglich sein, es müssen standardisierte (verkehrsfähige) Anlageprodukte gegeben und die Aufnahmefähigkeit (Liquidität) des Markts erfüllt sein. Die Liquidität des Markts ist abhängig von der Vielfalt des Angebots (Marktbreite) sowie der Zahl der Investoren und Volumen des angelegten und anlagesuchenden Kapitals (Markttiefe). 8

b) Operationale Funktionsfähigkeit

Zudem soll durch das Kapitalmarktrecht die Funktionsfähigkeit optimiert werden. Dies bedeutet, dass die **Transaktionskosten**, die den Marktteilnehmern entstehen, so gering wie möglich gehalten werden müssen. Je niedriger die Kosten, desto höher die Rendite, was wiederum zu einer zunehmenden Akzeptanz des Marktes führt. Wesentliches Mittel zur Minimierung der Transaktionskosten für die Anleger ist die Schaffung weitreichender Publizitätspflichten, da so erhebliche Kosten hinsichtlich einer privaten Informationsbeschaffung vermieden werden. 9

c) Allokative Funktionsfähigkeit

Allokative Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts meint die **Steuerungsfähigkeit** des Kapitalmarkts. Anlagefähiges Kapital soll dorthin fließen, wo der jeweils dringendste Bedarf an Investitionsmitteln die höchste Rendite bei hinreichender Sicherheit der Anlage verspricht. Voraussetzung dafür ist die Transparenz der Märkte sowie eine bestmögliche Information der Anleger (Publizität). Hintergrund ist, dass institutionelle und private Investoren ihre Geldmittel nur dann dem Markt zur Verfügung stellen, wenn sie Vertrauen in die Fairness, Stabilität und Integrität des Markts haben. 10

¹² Siehe Seiler/Kniehase, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., 2017, Vor § 104 Rn 73 ff; Veil, in: Veil, § 2 Rn 3 ff.

2. Anlegerschutz

- 11 Auch wenn die konzeptionellen Grundlagen des Anlegerschutzes bis heute noch ungeklärt sind, ist der Anlegerschutz als Ausgangspunkt für eine Regulierung bzw als „Postulat, Normzweck und dogmatische Kategorie“¹³ inzwischen grundsätzlich akzeptiert.

a) Institutioneller Schutz

- 12 Die meisten kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen sehen einen institutionellen Anlegerschutz vor, dh einen Schutz der **Gesamtheit** der Anleger (Anlegerpublikum). Hintergrund ist, dass die Märkte nur funktionieren, wenn das Anlegerpublikum Vertrauen in die Integrität und Stabilität der Märkte hat. Dem institutionellen Anlegerschutz dienende Regelungen sehen daher häufig Bußgelder oder gar strafrechtliche Sanktionierungen für Verstöße gegen bestimmte Regeln vor, gewähren aber nur dann einen Schadensersatzanspruch für den einzelnen Anleger, wenn die Vorschrift (auch) einen individuellen Schutz vorsieht und somit die Schutzgesetzeigenschaft iS des § 823 Abs. 2 BGB erfüllt ist. Der institutionelle Anlegerschutz ist untrennbar mit dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts verbunden. Sämtliche Publizitätsvorschriften sowie die Marktaufsichtsregelungen dienen sowohl dem einen als auch dem anderen Zweck.

b) Individueller Schutz

- 13 Individueller Anlegerschutz erfolgte ab den 70er-Jahren des vorigen Jahrhunderts überwiegend durch die Rechtsprechung. Inzwischen finden sich überwiegend gesetzliche Regelungen, die Anlegern einen Schadensersatzanspruch bei Verletzung bestimmter Pflichten zugestehen. Den einzelnen Regelungen werden sich die folgenden Kapitel noch widmen. Im Überblick ergibt sich heute das folgende System aus **Anspruchsgrundlagen**:
- 14 aa) **Haftung aus Amtspflichtverletzung.** Ein Anspruch aus § 839 BGB, Art. 34 GG wegen Verletzung von Amtspflichten durch die für den Kapitalmarkt zuständigen Behörden (insbesondere der BaFin) ist heute weitgehend ausgeschlossen. Inzwischen wird bei den Vorschriften, die die Zuständigkeiten und Aufgaben der BaFin regeln, ausdrücklich klargestellt, dass diese Behörde „nur im öffentlichen Interesse“ tätig ist (vgl § 4 Abs. 4 FinDAG, § 4 Abs. 2 WpÜG). Amtshaftungsansprüche können daher allenfalls die unmittelbar betroffenen Adressaten geltend machen, nicht aber lediglich mittelbar betroffene Aktionäre¹⁴.

- 15 bb) **Spezielle Vertrauenshaftung.** Einige Spezialvorschriften des Kapitalmarktrechts sind ausdrücklich auf den Individualschutz gerichtet und stellen selbständige Anspruchsgrundlagen dar. Dazu zählen erstens die Ausformungen der gesetzlichen Vertrauenshaftung des Kapitalmarktrechts¹⁵. Dies sind die Prospekthaftung (§§ 21 ff

13 Hopt, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, 2000, S. 307, 313.

14 Vgl Cahn, ZHR 167 (2003), 262, 289 f.

15 Zur Auseinandersetzung, ob es sich um Vertrauens- oder Delikthaftung handelt, siehe unten Rn 459.

WpPG¹⁶, §§ 20 ff VermAnlG¹⁷ und § 306 KAGB¹⁸), die Emittentenhaftung (§§ 97 f WpHG [§§ 37b, 37c WpHG aF])¹⁹ sowie die Angebotsunterlagenhaftung (§ 12 WpÜG)²⁰. Mit diesen Regelungen soll die Offenlegung von relevanten Informationen sichergestellt werden.

Zweitens zählt dazu die zivilrechtliche bzw **bürgerlichrechtliche Prospekthaftung** als gewohnheitsrechtliche Vertrauenschaftung²¹. Deren Grundlage wird in einem typischerweise (Prospekthaftung ieS) oder persönlich in Anspruch genommenen Vertrauen (§§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB, cic; Prospekthaftung iwS) gesehen²². Da der Prospekt den Interessenten ein zutreffendes Bild von der angebotenen Beteiligung vermitteln soll, muss er über alle Umstände, die von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, sachlich richtig und vollständig unterrichten²³. Die Grundsätze der zivilrechtlichen Prospekthaftung sind jedoch nur anwendbar, wenn keine speziellen Prospekthaftungsregeln in Betracht kommen bzw diese Raum für die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung lassen²⁴. Weiter als die gesetzliche ist die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung v.a. deshalb, weil sie auch die Prospektgutachter und beruflichen Experten in die Haftung einbezieht („Garantenstellung“)²⁵ und weil eine Haftung schon bei leicht fahrlässigem Verhalten und nicht erst bei grober Fahrlässigkeit in Betracht kommt.

Umstritten ist der Prospektbegriff iS der zivilrechtlichen Prospekthaftung²⁶. Teilweise wird jede marktbezogene schriftliche Erklärung als Prospekt angesehen²⁷, teilweise wird ein schriftlicher Bericht mit Angaben verlangt, die einem unbestimmten Personenkreis die Beurteilung der Anlage ermöglicht²⁸. Die Rechtsprechung geht davon aus, dass es nicht nur auf die wiedergegebenen Einzeltatsachen, sondern auch darauf ankommt, welches Gesamtbild von den Verhältnissen des Unternehmens vermittelt wird²⁹. Streitig ist auch, auf welche Darstellungen die zivilrechtliche Prospekthaftung konkret anwendbar ist³⁰.

Drittens wird zu den speziellen Regelungen das gewohnheitsrechtlich entstandene Recht der **Publikumspersonengesellschaften** gerechnet. Bei einer Beteiligung an einer Publikumspersonengesellschaft handelt es sich um eine solche auf dem sog. grauen Kapitalmarkt³¹. Insbesondere für die Publikumskommanditgesellschaft hat die

16 Näher dazu Rn 239 ff.

17 Näher dazu Rn 251 ff.

18 Näher dazu Rn 267 ff.

19 Näher dazu Rn 456 ff.

20 Näher dazu Rn 949 ff.

21 Dazu Assmann, in: Assmann/Schütze, § 5 Rn 8 (richterliche Rechtsfortbildung); siehe auch Grumann, BKR 2002, 310 ff; Kouba, VersR 2004, 570 ff; Siol, DRiZ 2003, 204 ff; Hellgardt, ZBB 2012, 73, 78 f; B. Schneider, MDR 2016, 496 ff.

22 Ausführlich dazu Keul/Ertmann, DB 2006, 1664 ff.

23 Vgl BGH NJW 2006, 2042; BGH VuR 2008, 178 ff Rn 7; BGH WM 2010, 2069 Rn 27; BGH WM 2012, 115 Rn 15; siehe auch Assmann, in: Assmann/Schütze, § 5 Rn 39.

24 Vgl Suchomel, NJW 2013, 1126, 1131.

25 Siehe BGH WM 2014, 2040 Rn 79 ff.

26 Zur Entwicklung des Prospektbegriffs Klöhn, WM 2012, 97, 100 ff; Hellgardt, ZBB 2012, 73, 78 f.

27 Zum Erfordernis der Schriftlichkeit BGH WM 2012, 19 („Scholz“).

28 Vgl noch Hamann, in: Schäfer/Hamann, §§ 44, 45 BörsG Rn 45.

29 BGH WM 2007, 1503 Rn 8; BGH WM 2012, 115 Rn 35; siehe auch BGH WM 2012, 19 Rn 29 („Scholz“).

30 Zum Meinungsstand Groß, WM 2002, 477, 479 ff.

31 Vgl Rn 148 f.

16

17

18

Rechtsprechung im Laufe der Jahre Sonderregeln zum Schutz der Kommanditisten entwickelt, da diese Massengesellschaft vom gesetzlichen Leitbild der Kommanditgesellschaft erheblich abweicht³². Vor allem durch das VermAnlG von 2012 und das KAGB von 2013 erfolgte eine gesetzliche Regelung des (einstmals) „grauen Kapitalmarkts“. Da geschlossene Investmentvermögen nach dem KAGB nunmehr nur noch als InvAG mit fixem Kapital oder als geschlossene InvKG aufgelegt werden dürfen, wird die genannte Rechtsprechung in absehbarer Zeit keine Rolle mehr spielen.

- 19 cc) **Allgemeine Haftungsregelungen.** Bei Verletzung einer vertraglichen Pflicht (Auskunfts-, Beratungspflicht) kann ein Anspruch auf Schadensersatz gegeben sein (**§ 280 Abs. 1 BGB**). In Betracht kommt auch ein Anspruch aus einem Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte. In Bezug auf Vertragsverhandlungen kann bei Inanspruchnahme von persönlichem Vertrauen ein Anspruch aus §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB (cic) vorliegen.
- 20 Im Rahmen von deliktischen Ansprüchen scheidet ein Anspruch aus **§ 823 Abs. 1 BGB** regelmäßig aus, weil kein absolutes Recht (zB Eigentum, Mitgliedschaft) verletzt wird. Möglich ist aber eine Haftung aus **§ 823 Abs. 2 BGB** iVm einem Schutzgesetz. **Schutzgesetz** ist eine Rechtsnorm dann, wenn sie zumindest auch den Schutz des Einzelnen oder einzelner Personenkreise (individueller Anleger) bezweckt und zu einem Schadensersatz führen soll³³. Dabei kommt es laut Rechtsprechung nicht auf die Wirkung des Gesetzes an, sondern auf dessen Inhalt und Zweck sowie darauf, ob der Gesetzgeber gerade einen Rechtsschutz, wie er wegen der behaupteten Verletzung in Anspruch genommen wird, zu Gunsten von Einzelnen gewollt oder mitgewollt hat³⁴. Als Schutzgesetze kommen hier häufig strafrechtliche Normen oder kapitalmarktrechtliche Spezialregelungen in Betracht.
- 21 Schließlich kann bei Vorliegen einer sittenwidrigen Schädigung auch ein Anspruch aus **§ 826 BGB** gegeben sein. Für das Tatbestandsmerkmal des Vorsatzes genügt nach der Rechtsprechung ein leichtfertiges Handeln des Schädigers, wenn dieser eine Schädigung des Anlegers in Kauf genommen hat³⁵. Allerdings können der Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität sowie das Bestehen eines konkreten Schadens im Einzelfall schwierig sein³⁶.

III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

- 22 Eine Kodifizierung des Kapitalmarktrechts in einem „Kapitalmarktgesetz“ existiert nicht. Es gibt vielmehr verschiedene Kodifikationen, die in großen Teilen Aufsichtsrecht (und damit öffentliches Recht), teilweise aber auch Zivil- oder Strafrecht sind und jeweils einzelne Bereiche des Kapitalmarktrechts regeln³⁷.

32 Näher Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, 6. Aufl., 2006, § 21 III.

33 Buck-Heeb, Ad Legendum 2011, 185 ff; K. Schmidt, FS Schwark, 2009, S. 753 ff.

34 Siehe etwa BGH NJW 2004, 2664, 2665 („Infomatec I“); BGH NJW 2010, 3651, 3652 f („Phoenix“).

35 Buck-Heeb, Examens-Repetitorium, Besonderes Schuldrecht 2, Gesetzliche Schuldverhältnisse, 6. Aufl., 2017, Rn 251.

36 Siehe Rn 483 ff.

37 Siehe U.H. Schneider, AG 2001, 269, 271; vgl auch Schwarz, DStR 2003, 1930 ff, der zwischen Kapitalmarktorganisationsrecht und Kapitalmarktverhaltens- bzw Kapitalmarkttransaktionsrecht unterscheidet.