

# Inhaltsübersicht

<b>1. Kapitel: Grundlagen der Kapitalmarktgesetzgebung in Europa</b> . . . . .	1
<b>§ 1 Rechtsentwicklung (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	1
<b>§ 2 Begriff und Ziele des Kapitalmarktrechts (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	23
<b>§ 3 Gesetzgebungskompetenzen (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	29
<b>§ 4 Rechtssetzungsverfahren und Regulierungsstrategien (Fabian Walla)</b> . . . . .	37
<b>§ 5 Rechtsquellen und Auslegung (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	59
<b>§ 6 Kapitalmarktrecht in Forschung und Lehre (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	83
<b>2. Kapitel: Grundlagen des Kapitalmarktrechts</b> . . . . .	103
<b>§ 7 Kapitalmärkte (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	103
<b>§ 8 Finanzinstrumente (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	113
<b>§ 9 Kapitalmarktteilnehmer (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	119
<b>§ 10 Marktzugang und -austritt (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	127
<b>§ 11 Kapitalmarktaufsicht in Europa (Fabian Walla)</b> . . . . .	131
<b>§ 12 Sanktionen (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	165
<b>3. Kapitel: Marktintegrität</b> . . . . .	185
<b>§ 13 Insiderrecht (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	185
<b>§ 14 Marktmanipulation (Lars Telgelack)</b> . . . . .	243
<b>§ 15 Leerverkäufe und Credit Default Swaps (Fabian Walla)</b> . . . . .	277
<b>4. Kapitel: Publizitätsregime</b> . . . . .	293
<b>§ 16 Grundlagen (Hendrik Brinckmann)</b> . . . . .	293
<b>§ 17 Prospektpublizität (Nikolai Vokuh)</b> . . . . .	307
<b>§ 18 Periodische Publizität (Henrik Brinckmann)</b> . . . . .	339
<b>§ 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen (Philipp Koch)</b> . . . . .	377
<b>§ 20 Beteiligungstransparenz (Rüdiger Veil)</b> . . . . .	431

<b>X</b>	<i>Inhaltsübersicht</i>
§ 21 Directors' Dealings ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	485
§ 22 Informationszugang ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	499
§ 23 Transparenz über Corporate Governance ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	503
§ 24 Übernahmerechtliche Publizität ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	513
<b>5. Kapitel: Finanzintermediäre . . . . .</b>	<b>537</b>
§ 25 Wertpapierfirmen ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	537
§ 26 Finanzanalysten ( <i>Lars Teigelack</i> ) . . . . .	545
§ 27 Ratingagenturen ( <i>Rüdiger Veil/Lars Teigelack</i> ) . . . . .	573
<b>6. Kapitel: Compliance in Wertpapierfirmen . . . . .</b>	<b>597</b>
§ 28 Grundlagen ( <i>Malte Wunderberg</i> ) . . . . .	597
§ 29 Organisatorische Anforderungen ( <i>Malte Wunderberg</i> ) . . . . .	605
<b>7. Kapitel: Regulierung von Benchmarks . . . . .</b>	<b>653</b>
§ 30 Grundlagen ( <i>Malte Wunderberg</i> ) . . . . .	653
§ 31 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen ( <i>Malte Wunderberg</i> ) . . . . .	659
<b>8. Kapitel: Schluss . . . . .</b>	<b>675</b>
§ 32 Rückblende und Ausblick ( <i>Rüdiger Veil</i> ) . . . . .	675

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
<b>Vorwort</b> . . . . .	<b>V</b>
<b>Autorenverzeichnis</b> . . . . .	<b>VII</b>
<b>Inhaltsübersicht</b> . . . . .	<b>IX</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> . . . . .	<b>XXXI</b>
<b>1. Kapitel: Grundlagen der Kapitalmarktgeseztgebung in Europa</b> . . . . .	<b>1</b>
<b>§ 1 Rechtsentwicklung</b> . . . . .	<b>1</b>
I. Einführung . . . . .	2
II. <i>Segré</i> -Bericht (1966) . . . . .	2
III. Phase 1: Koordinierung des Börsen- und Prospektrechts (1979 bis 1982) . . . . .	3
IV. Weißbuch über die Vollendung des Binnenmarkts (1985) . . . . .	4
V. Phase 2: Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts (1988 bis 1993) . . . . .	5
VI. Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (1999) . . . . .	6
VII. „ <i>Lamfalussy</i> -Bericht“ (2000) . . . . .	7
VIII. Phase 3: Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts (2003 bis 2007) . . . . .	8
IX. Noch Phase 3: Harmonisierung des Übernahmerechts (2004) . . . . .	12
X. Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005) . . . . .	13
XI. Der <i>de Larosière</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

<b>§ 2 Begriff und Ziele des Kapitalmarktrechts</b>	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
<b>§ 3 Gesetzgebungskompetenzen</b>	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
<b>§ 4 Rechtssetzungsverfahren und Regulierungsstrategien</b>	37
I. Der Begriff der Kapitalmarktregulierung	40
II. Regulierungsprozess	41
1. Das europäische Rechtssetzungsverfahren	41
a) Historie	42
b) Ablauf des <i>Lamfalussy II</i> -Verfahrens	43
aa) Stufe 1: Rahmenrechtsakte	43
bb) Stufe 2: Delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechtsakte	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 Kapitalmarktrecht	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
<b>§ 5 Rechtsquellen und Auslegung . . . . .</b>	<b>59</b>
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
<b>§ 6 Kapitalmarktrecht in Forschung und Lehre . . . . .</b>	<b>83</b>
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/Salience . . . . .	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

<b>§ 10 Marktzugang und -austritt</b> . . . . .	127
I. Emission von Aktien . . . . .	127
II. Zulassung der Aktien zum Handel . . . . .	128
III. Marktaustritt . . . . .	129
<b>§ 11 Kapitalmarktaufsicht in Europa</b> . . . . .	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 Rechts- verstößen. . . . .	179
b) Aufsichtsmaßnahmen . . . . .	180
c) Sanktionen . . . . .	180
3. Entwicklung des <i>private enforcement</i> . . . . .	182
V. Ausblick . . . . .	183

<b>3. Kapitel: Marktintegrität . . . . .</b>	<b>185</b>
<b>§ 13 Insiderrecht . . . . .</b>	<b>185</b>
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 Waderivate 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. Verbogene 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
<b>§ 14 Marktmanipulation . . . . .</b>	<b>243</b>
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 Markmanipulation . . . . .	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
<b>V. Safe Harbor-Regelungen</b> . . . . .	<b>261</b>
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
<b>VI. Aufsicht</b> . . . . .	<b>268</b>
1. Überwachungsmechanismen . . . . .	268
2. Ermittlungs- und Eingriffsbefugnisse . . . . .	268
<b>VII. Sanktionen</b> . . . . .	<b>269</b>
1. Europäische Vorgaben . . . . .	269
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten. . . . .	270
a) Strafrechtliche Sanktionen . . . . .	270
b) Aufsichtsrechtliche Sanktionen . . . . .	272
c) Anlegerschutz durch Haftungsrecht . . . . .	273
<b>VIII. Fazit</b> . . . . .	<b>275</b>
<b>§ 15 Leerverkäufe und Credit Default Swaps</b> . . . . .	<b>277</b>
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

<b>4. Kapitel: Publizitätsregime</b> . . . . .	293
<b>§ 16 Grundlagen</b> . . . . .	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
<b>§ 17 Prospektpublizität</b> . . . . .	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
 <b>§ 18 Periodische Publizität. . . . .</b>	 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 Dual- <i>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 Finanzberichtsinformationen	370
b) Haftung nach den allgemeinen Vorschriften des Zivilrechts . . . . .	371
2. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	373
IX. Fazit . . . . .	374
 <b>§ 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen</b> . . . . .	377
I. Einführung . . . . .	380
1. Doppelfunktion der Offenlegungspflicht . . . . .	380
2. Rechtstatsächliche 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. Aufschub 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
<b>§ 20 Beteiligungstransparenz. . . . .</b>	<b>431</b>
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

VIII. Fazit . . . . .	482
<b>§ 21 Directors' Dealings . . . . .</b>	<b>485</b>
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 Marktmisbrauchsrichtlinie. . . . .	494
2. Verwaltungs- und strafrechtliche Sanktionen . . . . .	494
3. Gewinnabschöpfung . . . . .	495
4. Schadensersatz . . . . .	496
V. Fazit . . . . .	497
<b>§ 22 Informationszugang . . . . .</b>	<b>499</b>
I. Vorgaben des europäischen Rechts . . . . .	499
II. Umsetzung in den Mitgliedstaaten . . . . .	500
1. Deutschland. . . . .	500
2. Vereinigtes Königreich . . . . .	501
III. Reform . . . . .	501
<b>§ 23 Transparenz über Corporate Governance . . . . .</b>	<b>503</b>
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
<b>§ 24 Übernahmerechtliche Publizität . . . . .</b>	<b>513</b>
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 Geschäftsführern . . . . .	521
i) Befugnisse der Geschäftsführung 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
<b>5. Kapitel: Finanzintermediäre . . . . .</b>	<b>537</b>
<b>§ 25 Wertpapierfirmen . . . . .</b>	<b>537</b>
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
 <b>§ 26 Finanzanalysten</b> . . . . .	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. Verbote der Insidergeschäfte . . . . .	568
3. Organisationspflichten . . . . .	569
a) Allgemeine organisatorische Anforderungen . . . . .	569

b) Besondere organisatorische Anforderungen . . . . .	571
VI. Fazit . . . . .	572
<b>§ 27 Ratingagenturen . . . . .</b>	<b>573</b>
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. Anspruchsgrundlagen des europäischen Rechts . . . . .	594
VI. Fazit . . . . .	595
<b>6. Kapitel: Compliance in Wertpapierfirmen . . . . .</b>	<b>597</b>
<b>§ 28 Grundlagen . . . . .</b>	<b>597</b>
I. Begriff der Compliance . . . . .	598
II. Verhältnis zum Risikomanagement . . . . .	599
III. Entwicklung und Rechtsgrundlagen . . . . .	600

<b>§ 29 Organisatorische Anforderungen</b> . . . . .	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 Unterstützungsfunction . . . . .	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
<b>7. Kapitel: Regulierung von Benchmarks . . . . .</b>	<b>653</b>
<b>§ 30 Grundlagen . . . . .</b>	<b>653</b>
I. Einführung . . . . .	653
II. Rechtstatsächlicher Hintergrund und Regelungsinitiativen . . . . .	655
III. Funktionen von Benchmarks . . . . .	657
<b>§ 31 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen . . . . .</b>	<b>659</b>
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
<b>8. Kapitel: Schluss . . . . .</b>	<b>675</b>
<b>§ 32 Rückblende und Ausblick . . . . .</b>	<b>675</b>
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

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