

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Abkürzungsverzeichnis .....	XV
Verzeichnis der zitierten Literatur .....	XXIII

## **I. Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht**

A. Zum Begriff des Kapitalmarktes .....	1
1. Einleitung .....	1
2. Produktbezogene Abgrenzung .....	3
3. Handelsbezogene Abgrenzung .....	7
B. Kapitalmarktrecht .....	11
1. Einleitung .....	11
2. Die Kapitalanlage als Angelpunkt des Kapitalmarktrechts .....	11
3. Abgrenzungsfragen .....	15
a) Bankrecht .....	15
b) Gesellschaftsrecht .....	16
4. Kapitalmarktrechtlicher „Kernbereich“ .....	18
5. Organisations- und verfahrensrechtliche Aspekte .....	18
a) Begriffsbestimmungen .....	18
aa) Marktorganisationsrecht .....	19
bb) Marktverhaltensrecht .....	19
cc) Marktaufsichtsrecht .....	19
b) Zum „Verfahrensmoment“ des Kapitalmarkts .....	20
C. Anlegerschutz und Funktionsschutz als Struktur- und Leitprinzipien des Kapitalmarktrechts .....	20
D. Publizität und Information als prägende Regelungsinstrumente des Kapitalmarktrechts .....	25
E. Formal-strukturelle Merkmale des Kapitalmarktrechts .....	27
1. Gemengelage .....	27
2. Differenzierte Rechtsquellen .....	27
3. Selbstregulierung .....	30
4. EU-Getriebenheit .....	36
5. Verfahrenskonzentration .....	36

## **II. Kapitalmarktaufsicht als unternehmens- und marktbezogene Wirtschaftsaufsicht**

A. Kapitalmarktaufsichtsrelevante Dienstleistungen .....	38
1. Einleitung .....	38
2. Dienstleistungsrepertoire von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten als „Dauertätigkeit“ .....	39
a) Wertpapierfirmen .....	39
b) Kreditinstitute .....	41
c) Abgrenzungsfragen .....	42
3. Transaktionsbezogene Aufsicht .....	42
4. Spezifizierungen des aufsichtsrelevanten Marktbegriffs .....	44
B. Der „geregelter Markt“ .....	44
1. Einleitung .....	44
2. Referenzpunkte des geregelten Marktes .....	47
3. Börserechtliche Marktbegriffe .....	49
4. Sonstige bankwesen- und wertpapieraufsichtsrechtliche Marktbegriffe .....	51
a) Geregelter Märkte und Börsen im BWG bzw in der CRR .....	51
b) Multilaterale Handelssysteme (MTFs) .....	52
c) Systematische Internalisierer .....	53
d) Organisierte Handelssysteme (OTF) .....	55
5. Der Import von Marktstandards in Veranlagungsvorschriften .....	56
6. Unternehmens- und Aktienrecht .....	59
C. Der marktrechtliche Regulierungsansatz .....	60
1. Einleitung .....	60
2. Kapitalmärkte – Netzinfrastrukturmärkte .....	62
3. Marktaufsicht über den Börsenhandel .....	65
a) Handelsteilnehmer .....	66
b) Handelsbedingungen .....	66
c) Zivilrechtliche Schutzmechanismen .....	68

## **III. EU- und verfassungsrechtliche Rahmenbedingungen sowie kompetenzrechtliche Fragen**

A. Einleitung .....	75
B. Unionsrecht .....	75
1. Grundfreiheiten .....	75
a) Kapitalverkehrsfreiheit .....	75
b) Dienstleistungsfreiheit .....	83
c) Niederlassungsfreiheit .....	86
d) Zuordnung kapitalmarktrelevanter Tätigkeiten zu den Grundfreiheiten .....	87
2. Kompetenzgrundlagen .....	90
a) Allgemeines .....	90
b) Verbraucherschutz .....	93

c) Marktorganisation .....	95
3. Rechtsetzungstechnik .....	97
a) Einleitung .....	97
b) Das Vier-Stufen-Verfahren nach Lamfalussy .....	99
C. Verfassungsrechtliche Aspekte .....	105
1. Kapitalmarktrelevante Grundrechte .....	105
2. Innerstaatliche Kompetenzverteilung .....	110
<b>IV. Aufsichtsarchitektur: Behörden und Verfahren</b>	
A. Von der Bundes-Wertpapieraufsicht (BWA) zur Finanzmarkt- aufsicht (FMA) .....	115
B. Die Organisation der FMA .....	118
C. Rechtsaufsicht über die FMA .....	128
1. Allgemeines .....	128
2. Staatskommissär .....	130
D. Wirtschaftsaufsicht oder Regulierung des Kapitalmarkts? .....	133
1. Allgemeines .....	133
2. Marktzutritt .....	135
3. Marktverhalten .....	137
a) Organisations- und verhaltensbezogene Überwachungs- befugnisse hinsichtlich konzessionierter Unternehmen .....	138
b) Aufsicht über Emittenten .....	140
c) Aufsicht über Börseunternehmen .....	140
d) Allgemeine marktbezogene Zuständigkeiten .....	141
E. Europäische Behördenstruktur .....	146
1. Einleitung .....	146
2. Struktur und Zuständigkeiten der ESMA .....	150
a) Organisation .....	150
b) Aufgaben .....	151
c) Aufsichtskollegien und Streitbeilegung, Ratingagenturen .....	157
d) Rechtsgrundlagen .....	159
e) Rechtsschutz .....	164
3. Bewertung .....	167
F. Amtshaftung .....	178
1. Einleitung .....	178
2. Subjekt der Amtshaftung .....	178
3. Beschränkung der Amtshaftung verfassungsrechtlich zulässig? .....	179
4. Börseunternehmen .....	192
<b>V. Kernbereiche der Kapitalmarktaufsicht</b>	
A. Aufsicht über Börsen und Handelssysteme .....	195
1. Konzeptionelle Grundlagen .....	195
2. Historische Aspekte des Börsebegriffs .....	198

3. Börsen, geregelte Märkte und MTFs .....	202
4. Zur Trennschärfe der Konzessionstatbestände .....	204
5. Zur Abgrenzung des Begriffs der Börse .....	209
6. Börsenaufsicht .....	217
7. Beleihung von Börseunternehmen .....	219
a) Allgemeines .....	219
b) Die Rechtsnatur der Börse .....	226
c) Handelsaufsicht .....	228
d) Weisungszusammenhang .....	234
B. Aufsicht über Finanzintermediäre .....	243
1. Allgemeines .....	243
2. Kreditinstitute .....	244
a) Dienstleistungsspektrum .....	244
b) Handelstätigkeit .....	245
c) Emissionsgeschäft .....	252
3. Wertpapierfirmen und Wertpapierdienstleistungsunternehmen ....	257
a) Wertpapierfirmen .....	257
b) Wertpapierdienstleistungsunternehmen .....	269
c) Konzernprivileg .....	271
4. Strukturvertrieb .....	273
C. Aufsicht über institutionelle Anleger .....	282
1. Einleitung .....	282
2. Konzessionsrechtliche „Auffangtatbestände“? .....	284
a) Einlagengeschäft .....	284
b) Kapitalfinanzierungsgeschäft .....	288
c) Handelstatbestand .....	290
d) Bewertung .....	291
D. Aufsicht über Emittenten .....	301
1. Einleitung .....	301
2. Unternehmensbezogene Aufsicht .....	302
3. Produktbezogene Aufsicht .....	305
a) Prospekt .....	305
b) Eingriffszuständigkeit der FMA im prospektrechtlichen Kontext ....	313
aa) Allgemeines .....	313
bb) Handelsaussetzung bzw -untersagung .....	315
cc) Werbung und Finanzanalyse .....	331
4. Emittentenaufsicht und Anlegerrechte .....	335
5. Aspekte der Aufsicht in der Sekundärmarktphase .....	337
6. Bewertung .....	344
E. Aufsicht über „Informationsintermediäre“ .....	345
1. Einleitung .....	345
2. Emittenten und Abschlussprüfer .....	350

3. Ratingagenturen .....	355
a) Funktion .....	355
b) Aufsicht .....	359
c) Rechtspolitische Überlegungen .....	363
4. Finanzanalysten .....	367
a) Funktion .....	367
b) Rechtlicher Rahmen .....	368
c) Transparenzanforderungen an Analysen .....	373
d) Finanzanalysen und Gleichbehandlungsprinzip .....	375
e) Organisatorische Einbettung der Finanzanalyse in Unternehmen .....	378
5. Interessenkonflikte und Vergütungsregelungen .....	381
6. Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Wertpapierdienstleistungsunternehmen .....	386
 <b>VI. Öffentliches und privates Recht: Wettbewerb der Systeme bei der Realisierung von Anleger- und Funktionsschutz?</b>	
A. Einleitung .....	391
B. Öffentlich-rechtliche Eingriffsinstrumente .....	392
1. Bankrecht .....	392
2. Prospektrecht .....	393
C. Verbandsrechtlich relevante Organisationsvorschriften .....	394
1. Allgemeines .....	394
2. Compliance .....	398
D. Qualitätssicherung durch Verhaltensgebote .....	404
1. Einleitung .....	404
2. Die Frage der Rechtsnatur .....	406
a) Problemaufriss .....	406
b) These der „beziehungslosen Koexistenz“ bzw Primat des Zivilrechts .....	408
c) Die „Ausstrahlungslehre“ .....	409
d) Die Lehre von der „Doppelnatur“ .....	410
e) Bewertung .....	411
aa) EU-rechtliche Grundlagen .....	411
bb) Vom WAG 1996 zum WAG 2007 .....	414
cc) Öffentlich-rechtliche Verhaltensgebote im zivilrechtlichen Kontext .....	419
dd) Zur Leistungsfähigkeit der theoretischen Ansätze .....	425
E. Genuin zivilrechtliche Schutzmechanismen .....	437
1. Prospekthaftung .....	437
2. Rücktrittsrechte .....	440
3. Differenzeinwand .....	446
4. Entgeltbezogene Restriktionen .....	448

## VII. Materielle Aufsichtsprinzipien im Kapitalmarktrecht

A. Einleitung .....	451
B. Qualifikation der Akteure und der Finanzinstrumente: Marktzutrittsbarrieren und laufende Aufsicht .....	452
1. Anforderungen an Finanzintermediäre .....	452
2. Anforderungen an Finanzinstrumente .....	452
C. Transparenz/Publizität .....	461
1. Emissionspublizität .....	461
a) Prospekt .....	461
b) Emissionsbedingungen .....	463
c) „Information Overload“ .....	465
d) Werbung für öffentliche Angebote .....	474
2. Werbung und Finanzanalysen .....	475
3. Anlageberater .....	478
4. Sonstige Informationen, insbesondere Emittentenpublizität .....	478
D. „Marktregeln“ zur Wahrung der Anlegerinteressen und Gleichbehandlungsgebot .....	480
1. Einleitung .....	480
2. Gleichbehandlungsgebot .....	481
a) Allgemeines .....	481
b) Sachliche Differenzierungen .....	482
aa) Kundenklassifikation .....	482
bb) Prospektrecht .....	484
cc) Verbraucherschutzrechtliche Überlegungen .....	485
dd) Marktmissbrauch .....	486
ee) Platzierungsgerechtigkeit und Zuteilungstransparenz .....	494
ff) Aspekte der Geschäftsdurchführung .....	498
c) Fazit .....	501
3. Marktregeln im Spannungsfeld zwischen Selbstverantwortung des Anlegers und Konsumentenschutz .....	501
E. Vorgaben für die Binnenorganisation von Kapitalmarktakteuren und „Compliance“ .....	506
1. Einleitung .....	506
2. Zum Konkretisierungsgrad von Organisationsvorgaben .....	508
3. Selbstregulierung am Beispiel des SCC der österreichischen Kreditwirtschaft .....	512
F. Absicherung von Ge- und Verboten durch Sanktionen .....	518
1. Einleitung .....	518
2. Zivilrechtliche Haftung .....	519
a) Anlageberatungshaftung .....	519
b) Differenzeinwand .....	520
c) Rücktrittsrechte .....	522

d) Prospekthaftung .....	522
e) Schutzgesetze .....	525
f) Nichtigkeit .....	532
g) Ruhen von Stimmrechten .....	533
G. Verwaltungsrecht .....	534
1. Einleitung .....	534
a) Konzessionslose Erbringung von Dienstleistungen .....	540
b) Sanktionierung von Fehlverhalten .....	541
aa) Verwaltungspolizeiliche Instrumente .....	541
bb) Verwaltungsstrafe .....	542
cc) Tätigkeitsverbote .....	544
dd) Emittentenspezifische Sanktionen, insbesondere Wider- ruf der Börsenzulassung .....	546
ee) „Naming and shaming“ .....	547
2. Justizstrafrecht .....	551
a) Insiderrecht und Marktmanipulation .....	551
b) KMG .....	551
c) BWG/WAG .....	552
3. Bewertung .....	553
<b>VIII. Zusammenfassende Thesen .....</b>	<b>557</b>
Stichwortverzeichnis .....	563