

# Kapitalmarktrecht

System

von

Susanne Kalss, Martin Oppitz, Johannes Zollner

2. Auflage 2015

Linde Verlag Wien 2015

Verlag C.H. Beck im Internet:  
[www.beck.de](http://www.beck.de)

ISBN 978 3 7073 1511 0

Zu [Inhaltsverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei [beck-shop.de](http://beck-shop.de) DIE FACHBUCHHANDLUNG

## I. Allgemeines

### § 1 Einleitung Kapitalmarktrecht

#### Österreichische Literatur

*Alt/Berrer/Borrmann/Helmenstein*, Die volkswirtschaftliche Bedeutung des österreichischen Kapitalmarktrechts, in *Julius-Raab-Stiftung*, Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht in Österreich – Status Quo und Entwicklungsmöglichkeiten (2009) 6, 20 ff; *Berrer/Felderer/Fortin/Helmenstein/Kleissner/Polasek/Slavova*, Studie des IHS, Die Bedeutung von (Eigen-)Kapitalmärkten für dynamische Volkswirtschaften Europas. Eine vergleichende empirische Studie (2004); *Baum*, Garantie-Zertifikate und Emittentenrisiko: Hinweispflicht in Werbefoldern? *GesRZ* 2010, 311; *Braumann*, Anlegerschutz bei Abschreibungsgesellschaften. Zivilrechtliche und kapitalmarktrechtliche Aspekte der Vermögensanlage in personengesellschaftsrechtlichen Publikumsbeteiligungen (1988); *Doralt/Kalss*, The EU-Model of Corporate Law and Financial Market Regulation, in *Bearmann/Pistor*, Law and Governance in an Enlarged European Union (2004) 253; *Doralt/Kalss*, Corporate Governance, *GesRZ-Sonderheft* 2002; *Fleischer/Kalss/Vogt*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in Deutschland, Österreich und der Schweiz 2013 (2014 in Druck); *Holoubek/Potacs*, Handbuch des öffentlichen Wirtschaftsrechts<sup>3</sup>, Bd II (2013); *Jud*, Konsumentenschutz durch aufsichtsrechtliche Veranlagungskontrolle, *VR* 1993, 61; *Kalss* in *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre<sup>3</sup> (2014) § 20; *Kalss*, Kapitalmarktrecht, in *Holoubek/Potacs*, Handbuch des öffentlichen Wirtschaftsrechts, Bd II<sup>3</sup> (2013) 611; *Kalss*, Der zivilrechtliche Schutz der Anleger in Österreich – ein Überblick über die große Verfahrenswelle, *ZBB* 2013, 126; *Kalss*, Die rechtlichen Grundlagen des Ratings, in *Jarolim*, Kapitalmarkt unter Druck, Dialog im Parlament Bd 3 (2012) 9; *Kalss*, Ausprägungen und Auswirkungen des Transparenzgebots im Kapitalmarkt-, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, in *FS Doralt* (2004) 275; *Kalss*, Anlegerschutz auf europäischem Niveau, in *Aktienforum*, 15 Jahre Aktienforum (2004) 13; *Kalss*, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2001); *Kalss*, Kapitalmarktrecht als Schnittmenge mehrerer Regelungsfelder, in *FS 100 Jahre WU* (1998) 183; *Kalss/Schauer*, Anlegerschutz und nachrangiges Kapital, *ÖBA* 2002, 347; *Kalss/Oppitz*, Die Veranlagungs- und Vermögensverwaltungstätigkeit von Pensionskassen im Lichte der europarechtlichen Rahmenbedingungen, *ÖZW* 1996, 96; *Keinert*, Handbuch Wertpapierrecht (2014); *Loistl*, Kapitalmarkttheorie<sup>3</sup> (1994); *Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz*, Kommentar zum Investmentfondsgesetz<sup>2</sup> (2013); *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (2004); *Nowotny/Winckler*, Grundzüge der Wirtschaftspolitik Österreichs<sup>2</sup> (1997); *Oppitz*, Hat das öffentliche Wirtschaftsrecht ein Verbraucherleitbild? *JBl* 2014, 205; *Oppitz*, Kapitalmarktaufsicht (2013, Habilitationsschrift); *Oppitz*, Aktuelle Rechtsfragen des Derivatgeschäfts, *ÖBA* 2013, 321; *Oppitz*, Insiderrecht aus ökonomischer Perspektive (2003); *Roth*, Grundriss des österreichischen Wertpapierrechts<sup>2</sup> (1999); *Streissler*, Kapitalmarkt- und Wirtschaftswachstum, *WiPolBl* 1994, 516; *Weber*, Der Markt als rechtliche Institution, *JBl* 1994, 792; *Weber*, Kapitalmarktrecht (1999); *Weber*, Kapitalmarkt-, Börse- und Investmentrecht, in *Dauses*, Handbuch des EG-Wirtschaftsrechts F (2000, Loseblatt).

#### Internationale Literatur

*Akerlof*, The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* (1970); *Alcock*, The Financial Services and Markets' Act 2000 (2000); *Assmann*, Referat zum 64. DJT, in Verhandlungen des 64. DJT (2002) Band II/1 P11; *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts<sup>2</sup> (2000); *Assmann* in *GroßKommentar AktienG*<sup>4</sup> (1992); *Assmann*, Die rechtliche Ordnung des europäischen Kapitalmarkts, *Ordo* 1993, 87; *Assmann/Buck*, Europäisches Kapitalmarktrecht, *EWS* 1990, 110 ff; *Bachmann*, Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, *ZHR* 2006, 144; *Basedow* in *Baum/Hopt/Kanda/Kono*, Economic Regulation and Competition, Regulation of Services in the EU, Germany and Japan (2002) 305; *Bayer/Lutter/Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht<sup>5</sup> (2012); *Bayer/Schmidt*, BB-Rechtsprechungs- und Gesetzgebungsreport im Europäischen Gesellschaftsrecht 2008/09, *BB* 2010, 387; *Einsele*, Kapitalmarktrecht und Privatrecht, *JZ* 2014, 703; *Fleischer*, Empfiehlt es sich im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland, das Kapitalmarkt- und Börserecht neu zu regeln? Gutachten F zum 64. DJT

(2002); *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht (2001); *Grundmann*, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZSR 1996 I, 103; *Grundmann*, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des europäischen Privatrechts (2000); *Grundmann*, Europäisches Gesellschaftsrecht<sup>2</sup> (2011); *Grundmann*, „Inter-Instrumental-Interpretation“ – Systembildung durch Auslegung im Europäischen Unionsrecht, *RabelsZ* 75 (2011) 882 ff; *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht<sup>4</sup> (2011); *Habersack/Tröger*, „Ihr naht Euch wieder, schwankende Gestalten ...“ – Zur Frage eines europarechtlichen Gleichbehandlungsgebots beim Anteilshandel, *NZG* 2010, 1; *Gerke/Steiner*, Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens<sup>2</sup> (1994); *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes (1999); *Hirte*, Die aktienrechtliche Satzungsstrenge: Kapitalmarkt und sonstige Legitimationen versus Gestaltungsfreiheit, in *Lutter/Wiedemann*, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, *ZGR* 1998/Sonderheft 13, 61; *Hopt*, Transsectoral Issues of Regulation – Concluding Remarks on Banking, Capital Market, Insurance and Telecommunications Regulation, in *Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono*, Economic Regulation and Competition, Regulation of Services in the EU, Germany and Japan (2002) 305; *Hopt*, Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, in 50 Jahre Bundesgerichtshof – Festgabe aus der Wissenschaft Band II, (2000) 497; *Hopt*, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken (1975); *Horn*, Europäisches Finanzmarktrecht. Entwicklungsstand und rechtspolitische Aufgaben (2003); *Ilgner*, Die Durchführung der Rechtsakte des europäischen Gesetzgebers durch die Europäische Kommission (2014); *Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann*, Securities Regulation<sup>5</sup> (1998); *Kiel*, Internationales Anlegerschutzrecht (1994); *Keussler*, Vom grauen zum weißen Kapitalmarkt (2001); *Krakowski*, Theoretische Grundlagen der Regulierung, in *Krakowski*, Regulierung in der Bundesrepublik Deutschland (1988) 19; *Kronke*, Connected and Global Securities Markets – With or Without Conflict of Laws? in *FS Buxbaum* (2000) 363; *Kübler*, Gesellschaftsrecht<sup>5</sup> (1997); *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> (2011); *Lange*, Product Governance – Neue Anforderungen für die Konzeption und den Vertrieb von Finanzprodukten, *DB* 2014, 1723; *Langenbacher*, Anlegerschutz – ein Bericht zu theoretischen Prämissen und legislativen Instrumenten, *ZHR* 2013, 679 ff; *Möllers*, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts, *AcP* 208 (2008) 1; *Möllers*, Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht. Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht, *ZGR* 1997, 334; *Möllers/Rotter*, Ad-hoc Publizität (2003); *Moloney*, EU Securities and Financial Market Regulation<sup>3</sup> (2014) *Mülbert*, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, *ZHR* 2013, 160; *Mülbert*, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, *WM* 2001, 2085; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt (1995); *Schneider*, Kapitalmarktrecht – Principle-based oder Rules-based Regulation, in *FS Gruson* (2009) 369 ff; *Schneider*, Internationales Kapitalmarktrecht – Regelungsprobleme, Methoden und Aufgaben, *AG* 2001, 269; *Schuster*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts: Völkerrechtlicher Rahmen und kollisionsrechtliche Praxis in Deutschland, England und den USA (1996); *Schwark*, Gehalt und Zukunft des Kapitalmarktrechts, in *FS 200 Jahre Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin* (2000) 1100; *Spindler*, Deregulierung des Aktienrechts? *AG* 1998, 53; *Thomas/Treutler*, Geldmarkt, Kapitalmarkt und Börsen in Deutschland, in *Obst/Hintner*, Handbuch zum Geld-, Bank- und Börsenwesen<sup>39</sup> (1993) 1206; *Troberg*, Finanzdienstleistungen und Verbraucher – ein Testfall für die Frage nach Systembildung und Systemlücken, in *Grundmann*, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts (2000) 443; *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2014); *Veil*, Europäische Kapitalmarktunion, *ZGR* 2014, 544; *Werlen*, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts (1994); *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht Bd I (1980); *Wundenberg*, Compliance und die prinzipiengeleitete Aufsicht über Bankengruppen (2012); *Zimmer*, Vom Informationsmodell zu Behavioral Finance: Brauchen wir „Ampeln“ oder Produktverbote für Finanzanlagen? *JZ* 2014, 714.

## Übersicht

I.	Allgemeines	
A.	Kapitalmarkt – Begriff.....	1–8
B.	Begriff des Kapitalmarktrechts.....	9–16
C.	Markt- und Anlegerschutz als Regelungszweck und -prinzip	
1.	Doppelte Zweck- und Regelbildung.....	17, 18

2. Funktionsschutz des Markts.....	19–22
3. Anlegerschutz.....	23–25
4. Regelungsanknüpfung: Finanzintermediäre – Kapitalanlage .....	26–29
D. Prinzipien des Kapitalmarktrechts .....	30–41
II. Europäisches Kapitalmarktrecht	
A. Grundlagen.....	42–44
B. Traditionelle Rechtsgrundlagen auf europäischer Ebene .....	45–47
C. Entwicklung seit 1999 .....	48–54
D. Das Normsetzungsverfahren auf europäischer Ebene .....	55–68
E. Kapitalmarktnahes Gesellschaftsrecht .....	69–76
F. Investmentrecht.....	77, 78
G. Versicherung und Altersvorsorgeeinrichtungen .....	79
III. Internationales Kapitalmarktrecht .....	80–92
IV. Österreichisches Kapitalmarktrecht.....	93–95
V. Methodenfragen im Kapitalmarktrecht	
A. Allgemeines .....	96–103
B. Besonderheiten für die Interpretation der Normen.....	104–117
C. Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts.....	118
D. Kapitalmarktrecht – Eine Querschnittsmaterie.....	119–130

## I. Allgemeines

### A. Kapitalmarkt – Begriff

**Der Begriff „Kapitalmarkt“** kann von den Wirtschaftswissenschaften nicht klar umrissen werden. Er wird als unpräziser und erklärungsbedürftiger Begriff beschrieben. Daher kann hier nur eine Annäherung daran versucht werden, um eine Orientierungshilfe für den Regelungsgegenstand kapitalmarktrechtlicher Bestimmungen zu haben.<sup>1</sup> Der Kapitalmarkt umfasst die Gesamtheit der Institutionen und Transaktionen, durch die längerfristige Finanzierungsmittel bestimmten Unternehmen und sonstigen Rechtsträgern zur Bildung von Sachkapital direkt zugeführt oder vermittelt werden.<sup>2</sup> Unter dem Begriff des Finanzmarkts – als Oberbegriff – versteht man den Markt für alle Finanzierungsmittel.<sup>3</sup>

**Der Kapitalmarkt** bildet ein Gefüge institutioneller Arrangements (Vertrags- und Marktbeziehungen), das in einer arbeitsteilig organisierten Wirtschaftsordnung Anleger und Investoren (Geldgeber) mit geldaufnehmenden Unternehmen mit Unterstützung zahlreicher Dienstleister (Finanzintermediäre, etwa Broker, Kontrolloren, Berater, Informationsservices, Marktforen/Börsen) zusammenführt. Im Austausch gegen Geld werden Kapitalgüter (Kapitalanlagen) gewährt, die Bündel ökonomischer und rechtlicher

1 Assmann in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht<sup>2</sup> § 1 Rz 3; Häuser in Gerke/Steiner, Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens<sup>2</sup> 1123.

2 Oppitz, Kapitalmarktaufsicht 1; Thomas/Treutler in Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen<sup>39</sup> 1206; Horn, Europäisches Finanzmarktrecht 27; s ferner Streissler, WiPolBl 1994, 516.

3 Oppitz, Kapitalmarktaufsicht 1 f; Horn, Europäisches Finanzmarktrecht 27.

Ansprüche verkörpern und deren jeweilige konkrete Ausgestaltung vertraglich festgelegt wird.<sup>4</sup>

- 3 **Die Kapitalgüter** oder Kapitalanlagen beruhen auf schuldrechtlichen oder gesellschaftsrechtlichen Vereinbarungen. Ihre konkrete Ausgestaltung reicht von der leihweisen Überlassung gegen Entgelt (Anleihe), der Zusammenfassung von Miteigentumsanteilen in einem Sondervermögen (Investmentzertifikat, Kapitalanteilschein) über gesellschaftsrechtliche Beteiligungsverhältnisse (Aktien, Kommanditbeteiligung, stille Beteiligung) bis zu unterschiedlichen hybriden Finanzierungsformen (Genussrechte, Gewinnschuldverschreibung).
- 4 **Wertpapier:** Zentraler Begriff für den Handel und für den Kapitalmarkt ist der des Wertpapiers im kapitalmarktrechtlichen – und nicht nur im wertpapierrechtlichen<sup>5</sup> – Sinn. Unterschiedliche Rechte werden verbrieft; der kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff umfasst insb Aktien, Schuldverschreibungen, Zertifikate, die Aktien vertreten, Kapitalanteilscheine; der kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff wird aber nicht gesetzlich umschrieben, sondern typologisch erfasst: Die Regelungen gehen von der Aktie bzw der Anleihe als Leitbilder aus und verlangen die Vergleichbarkeit mit diesen (vgl etwa § 1 Abs 1 Z 4, 4a KMG; § 1 Z 4 lit a WAG 2007); maßgeblich sind die jederzeitige Veräußerbarkeit (**Fungibilität**), was neben der massenweisen gleichen Ausstattung die Uneinwendbarkeit von Einreden, den Ausschluss der persönlichen Haftung und die fehlende Vinkulierung voraussetzt.<sup>6</sup>
- 5 **Veranlagungen:** Neben den Wertpapieren werden sonstige Kapitalanlagen, die nicht verbrieft sind, kapitalmarktrechtlich in dem Begriff der Veranlagungen (vgl § 1 Abs 1 Z 3 KMG) zusammengefasst (vgl Rz 11/17). Veranlagungen erfassen aber nach der KMG-rechtlichen Definition auch bestimmte Wertpapiere.
- 6 **Derivate:** Der Kapitalmarkt umfasst nicht nur unmittelbare Anlageinstrumente, sondern auch abgeleitete, deren Gestaltung von der Bezugnahme auf andere Instrumente und deren wirtschaftlicher Entwicklung abhängt (derivative Finanzinstrumente). Vgl dazu Rz 35/1 ff.
- 7 **Einteilungskriterien:** Die Vielfalt und Breite der unterschiedlichen Kapitalüberlassungsformen machen es sinnvoll, den Kapitalmarkt nach unterschiedlichen Kriterien einzuteilen.<sup>7</sup> Abgesehen von der Teilung in **nationalen** und **internationalen** Kapitalmarkt lässt sich der Markt in Kassa- und Terminmarkt (Derivatmarkt) und in geregelten und ungeregelten (grauen) Kapitalmarkt teilen. Während auf dem **Kassamarkt** echte Umsatzgeschäfte mit standardisierten Erfüllungsfristen getätigt werden, werden am **Terminmarkt** Verträge über zukünftig zu erfüllende Geschäfte gehandelt. Der graue Kapitalmarkt ist keine juristische Kategorie, vielmehr trennt ihn vom geregelten Kapitalmarkt einfach der Umstand, dass die Kapitalanlagen ebenso wie der Vertrieb und die

<sup>4</sup> *Loistl*, Kapitalmarkttheorie<sup>3</sup> 6.

<sup>5</sup> S dazu *Micheler*, Wertpapierrecht 20 ff.

<sup>6</sup> *Grundmann*, Europäisches Gesellschaftsrecht<sup>2</sup> Rz 619; *Heinze*, Kapitalmarktrecht – Primärrecht 40 ff; *Weber*, Kapitalmarktrecht 142 ff; s ferner *Kalss*, Anlegerinteressen 46 ff.

<sup>7</sup> S nur *Kalss* in FS WU 183, 185; *Oppitz*, Insiderrecht aus ökonomischer Perspektive 23 ff.

Aufsicht in viel geringerem Maß reguliert sind<sup>8</sup> und – als Folge – sowohl seine Produkte als auch seine Emissions-, Handels- und Finanzierungstechniken weniger durchschaubar sind.<sup>9</sup> Typische Kapitalanlagen des grauen Kapitalmarkts sind Anteile an geschlossenen Immobilien-, Schiffs- oder Patentfonds, Bauherrenmodelle oder Abschreibungsgesellschaften.<sup>10</sup> Im österreichischen Recht werden aber sowohl die Kapitalanlagen als auch die Handels- und Vertriebsstechniken jedenfalls zum Teil gesetzlichen Regelungen unterworfen. Die Reichweite des grauen Kapitalmarkts ist daher in Bewegung.

**Der Markt** lässt sich auch nach den gehandelten Instrumenten einteilen,<sup>11</sup> etwa in den Wertpapier-, Aktien-, Anleihen- oder Beteiligungsmarkt sowie in den Investment- oder Versicherungsmarkt. Der Wertpapiermarkt spielt die zentrale Rolle im Bereich des Kapitalmarkts, da es sich um den qualitativ und quantitativ bedeutendsten Ausschnitt des Kapitalaufkommens und -transfers handelt.<sup>12</sup> Dies darf aber nicht zur Vernachlässigung der anderen Kapitalanlageformen führen, da auch in diesen Rechtsformen große Vermögensvolumina aufgebracht und transferiert werden. Funktionell lässt sich das Marktgeschehen in die erstmalige Ausgabe der Kapitalanlagen, dh in den **Primär-** oder Emissionsmarkt und in die nachfolgende Übertragung und Zirkulation der Kapitalanlagen (**Sekundärmarkt**, Zirkulationsmarkt) teilen. Demgemäß bildet das IPO (**Initial Public Offering**) das erstmalige öffentliche Anbieten von Kapitalanlagen auf dem Kapitalmarkt (vgl Rz 10/7); der Begriff des **Secondary Public Offering** bezeichnet hingegen ein späteres oder nochmaliges öffentliches Anbieten von bereits einmal ausgegebenen Kapitalanlagen, sei es durch denselben oder einen anderen Anbieter (vgl Rz 10/8). Primärmarkt und Sekundärmarkt stehen in unmittelbarem Zusammenhang. Wenn Sekundärmärkte, dh die nachfolgende Übertragung der Kapitalanlage, gut funktionieren, begünstigen sie die Wirkungsweise von Primärmärkten, wird doch durch die einfache und effiziente Wiederverkaufbarkeit von Kapitalanlagen eine erstmalige Platzierung begünstigt. Umgekehrt verlangt die nachfolgende Übertragungsmöglichkeit bereits eine interessenwahrende erstmalige Unterbringung von Kapitalanlagen bei Investoren, was durch ein hohes Maß an Transparenz und ein breites Angebot an Instrumenten mit unterschiedlichen Fristigkeiten und Losgrößen erreicht wird. Vgl zu Pflichten und zu Fragen der Haftung Rz 10/14 f.

## B. Begriff des Kapitalmarktrechts

**Kapitalmarktrecht** beschreibt den **Lebenssachverhalt** Kapitalmarkt.<sup>13</sup> In einem weiten Begriffsverständnis sind in das Kapitalmarktrecht alle Regeln aufzunehmen, die Bezug zum Kapitalmarkt haben und diesen unmittelbar oder mittelbar beeinflussen.<sup>14</sup> Konkre-

8 *Kalss*, Anlegerinteressen 51; *Keussler*, Vom grauen zum weißen Kapitalmarkt 33 ff; *Assmann*, Referat zum 64. DJT, P 11 ff, P 14 ff; *Horn*, Europäisches Finanzmarktrecht 145.

9 *Oppitz*, Kapitalmarktaufsicht 7; *Kalss*, Anlegerinteressen 51 ff; *Keussler*, Vom grauen zum weißen Kapitalmarkt 39.

10 S nur *Braumann*, Anlegerschutz bei Abschreibungsgesellschaften; *Horn*, Europäisches Finanzmarktrecht 145.

11 *Oppitz*, Kapitalmarktaufsicht 3 ff.

12 *Weber*, Kapitalmarktrecht 3; *Kalss* in FS WU 185; *Winckler* in *Nowotny/Winckler*, Grundzüge der Wirtschaftspolitik Österreichs<sup>2</sup> 271 f.

13 *Kalss* in FS WU 185.

14 *Assmann/Buck*, EWS 1990, 110 ff; *Assmann*, Ordo 1993, 93 ff; *Mülbert*, WM 2001, 2085 f.



ter lässt sich Kapitalmarktrecht als Regelungsmaterie umschreiben, die den **wirtschaftlichen Tatbestand** der Versorgung von Unternehmen mit **Eigen-** oder längerfristigem **Fremdkapital** normiert, grundsätzlich ohne nach der Rechtsform der beteiligten Unternehmen oder nach der spezifischen Art des Finanzierungsinstruments und der Finanzierung zu differenzieren.<sup>15</sup> Kapitalmarktrecht umfasst alle Normen und Standards, die den Kapitalmarkt einschließlich des kapitalmarktbezogenen Verhaltens der Marktteilnehmer regeln.<sup>16</sup> Damit werden nicht nur Börseorganisations- und Aufsichtsrecht, sondern auch anliegende Rechtsbereiche – zumindest – teilweise erfasst, etwa das Gesellschaftsrecht, das Investmentrecht oder das Bankrecht sowie das allgemeine Zivilrecht.<sup>17</sup> Gerade in den letzten Jahren der vielen Anlegerprozesse hat sich der Begriff des privatrechtlichen Kapitalmarktrechts herausgebildet<sup>18</sup> (vgl. zu den Ansprüchen der Anleger Rz 12/14 ff sowie Rz 7/4 ff).

- 10 Dreifacher Rahmen:** Der Anleger handelt im **Handlungsdreieck** von Vertrag, Verband und Markt.<sup>19</sup> In Teilaspekten normieren diese Gesetze Fragen des Kapitalmarktrechts, wie etwa die Ausgestaltung der einzelnen Kapitalanlagen, die Organzuständigkeiten und -pflichten sowie Aufsichtszuständigkeiten. Konzentriert man sich vor allem auf den Mitteltransfer, lässt sich das Kapitalmarktrecht enger beschreiben, nämlich als Regelungsmaterie, die die **rechtlichen Beziehungen** der jeweiligen **Marktgegensenden** erfasst,<sup>20</sup> somit im Primärmarkt das Verhältnis zwischen Emittent und Anleger und im Sekundärmarkt das Verhältnis der Anleger untereinander.<sup>21</sup> Das enge Begriffsverständnis fördert die wechselseitige Übertragung von Wertungen und damit auch die Herausbildung eines **Systems** des Kapitalmarktrechts.<sup>22</sup>
- 11 Kapitalmarktrecht** wird seit etwas mehr als zwei Jahrzehnten als selbständiges Rechtsgebiet anerkannt. Ausschlaggebend dafür ist, dass die Praxis diesen Regelungsbereich als einen in sich geschlossenen Lebensbereich ansieht.<sup>23</sup> Kapitalmarktrecht ist – da es sich am Lebenssachverhalt Kapitalmarkt orientiert – **Querschnittsrecht**,<sup>24</sup> das sich aus unterschiedlichen Rechtsquellen zusammensetzt und sowohl aufsichts- und verwaltungsrechtliche sowie straf- und zivilrechtliche Bereiche erfasst. Zu den damit verbundenen Besonderheiten s Rz 1/119 ff.

15 *Kalss* in FS WU 192; *Assmann/Buck*, EWS 1990, 110.

16 *Einsele*, JZ 2014, 703; *Wittig* in *Kümpel/Wittig*, Bank und Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> Rz 1.10.

17 *Oppitz*, Kapitalmarktaufsicht 482 ff; *Veil* in *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 6 Rz 12; ferner *Einsele*, JZ 2014, 703.

18 *Kalss*, ZBB 2013, 126.

19 So der Untertitel von *Kalss*, Anlegerinteressen.

20 *Hopt* in FS 50 Jahre BGH, Bd 2, 499; *Hopt* in *Grundmann*, Systembildung und -lücken im europäischen Privatrecht 314 f; *Grundmann*, ZSR 1996, 120 ff.

21 *Weber*, Kapitalmarktrecht 9; *Heinze*, Kapitalmarktrecht – Primärmarkt 5.

22 *Weber* in *Dauses*, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts Bd 1<sup>2</sup> (Stand 2000) F III Rz 6; *Weber*, Kapitalmarktrecht 5; *Grundmann*, ZSR 1996, 121; *Mülbert*, WM 2001, 2085 f; *Veil* in *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 6 Rz 3.

23 *Wittig* in *Kümpel/Wittig*, Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> Rz 1.14 f.

24 *Oppitz*, Kapitalaufsichtsrecht 482 ff; *Veil* in *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 6 Rz 12; *Fleischer*, GA 64. DJT, F 20; *Schneider*, AG 2001, 269; *Kalss* in FS WU 183, 194; *Kalss* in *Holoubek/Potacs*, Öffentliches Wirtschaftsrecht<sup>3</sup> Bd II, 14; *Kalss* in *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre<sup>3</sup> § 20 Rz 38.

**Regelungsbereiche:** Kapitalmarktrecht erfasst wie andere Marktverfassungsrechte drei große Regelungsbereiche, nämlich (i) Marktorganisationsrecht, (ii) Marktverhaltensrecht und (iii) Marktaufsichtsrecht.<sup>25</sup> **Marktorganisationsrecht** regelt institutionsbezogen die Struktur der Marktteilnehmer – etwa in Form des Gesellschaftsrechts oder des institutionellen Aufsichtsrechts – oder auch die Struktur und den Inhalt der am Markt gehandelten Produkte (Zivilrecht). **Marktverhaltensrecht** regelt das Verhalten der Marktteilnehmer am Markt, insb die transaktionsbezogenen Verhaltenspflichten (Vertragsanbahnung und Vertragsabschluss) und die allgemeinen Verhaltensregelungen, unabhängig von einer bestimmten Transaktion (Informationspflichten). **Marktaufsichtsrecht** schließlich ist **verfahrensbezogenes** Aufsichtsrecht, wonach Marktteilnehmer und ihr Verhalten beaufsichtigt werden. Dieser Bereich bezieht die Zulassung der Marktteilnehmer ebenso ein wie die Vorfragen der Zuständigkeit sowie der Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden. Das Marktorganisationsrecht (gesellschaftsrechtliche, zivilrechtliche Voraussetzungen) und das Marktverhaltensrecht stehen in engem Zusammenhang und bilden das sog **materielle Kapitalmarktrecht**.<sup>26</sup> Von zunehmender Bedeutung ist die **internationale Komponente** (vgl Rz 1/80 ff), die sich in europarechtlichen, völkerrechtlichen, aber auch allgemeinen Standards internationaler Herkunft (zB IOSCO) manifestiert (vgl Rz 1/45 ff).

**Als Marktrecht** ist Kapitalmarktrecht in weitem Umfang **zwingendes Recht**, das der privatautonomen Disposition der Parteien entzogen ist; es kann nicht abbedungen werden. Nur in bestimmten Bereichen, wie bei der Ausgestaltung von Kapitalanlageprodukten (Produktgestaltung) oder bei der Durchführung von bestimmten Dienstleistungen,<sup>27</sup> bestehen Spielräume und verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten, denen aber das Marktrecht jedenfalls in bestimmtem Rahmen Grenzen setzt. Gerade in diesem Bereich macht der europäische Normgeber zunehmend für einzelne Bereiche Gestaltungsvorgaben. Beispiele hierfür sind MiFiD II oder OGAW IV und OGAW V sowie die AIFM-RL. In einer Wirtschaftsordnung, die auf einem liberalen Marktverständnis und der Leistungskraft des Wettbewerbs und der Privatautonomie des Vertragsrechts aufbaut, bedarf jeder **regulative Eingriff** der **Rechtfertigung**.<sup>28</sup> Marktrechtliche Regelungen sind daher keine Selbstverständlichkeit, vielmehr hat sich jede Regulierungsmaßnahme in einer Marktwirtschaft, die der Vertragsfreiheit verpflichtet ist, zu legitimieren, dh es bedarf der ökonomischen Begründung für die Notwendigkeit einer Regelung.<sup>29</sup> Im Allgemeinen können fünf Gründe zur Rechtfertigung von Regelungen genannt werden, nämlich das Vorhandensein externer Effekte, das Bestehen (natürlicher) Monopole, die Existenz von zerstörendem Wettbewerb, von asymmetrischer Informationsverteilung und

25 Mülberr, WM 2001, 2087.

26 Mülberr, WM 2001, 2087; ferner Schneider, AG 2001, 269; Kalss in Holoubek/Potacs, Öffentliches Wirtschaftsrecht<sup>3</sup> Bd II, 12 f.

27 Als Beispiele für kapitalmarktbezogene Dienstleistungen seien genannt: Übernahme von Wertpapieremissionen, Betreibung der Anlageberatung, Fondsverwaltung, s nur Weber, Kapitalmarktrecht 57.

28 Basedow in Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono, Economic Regulation and Competition 6; Hopt in Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono, Economic Regulation and Competition 307 ff.

29 S allgemein Basedow in Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono, Economic Regulation and Competition 6; Krakowski in Krakowski, Regulierung 25; insb zum Kapitalmarktrecht Fleischer, GA 64. DJT, F 22; s im internationalen Bereich Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulation<sup>5</sup> 1; Alcock, The Financial Services and Markets' Act 2000.



schließlich von Interessenkonflikten bzw opportunistischem Marktverhalten.<sup>30</sup> Im Bereich des Kapitalmarktrechts sind es – neben den anderen Gründen – vor allem die beiden letztgenannten Phänomene, die die Regelungen rechtfertigen, nämlich die **Informationsasymmetrie** unter den Marktteilnehmern und vielfältige Konstellationen von **Interessenkonflikten**, die opportunistisches Verhalten am Markt begünstigen.<sup>31</sup>

- 14 Information** ist das maßgebliche Element des Kapitalmarkts. Information kann leicht übertragen und weitergegeben werden. Sie ist daher besonders mobil und an keine nationalen Grenzen gebunden. Die rasante technologische Entwicklung hat eine neue Dimension für die Zugänglichkeit und Weitergabe von Information eröffnet, was sich auch in den Regelungen des Kapitalmarktrechts zeigt. Der Preis eines Finanzinstruments wird maßgeblich durch die Information darüber bestimmt. Information kommt eine große Wirkungskraft auf den Preis von Finanzinstrumenten zu, sie entfaltet auch eine starke kursbeeinflussende Wirkung. Eine einmal zugänglich gemachte oder weitergegebene Information kann nicht mehr beseitigt oder rückgängig gemacht werden. Ist eine Information einmal an die Öffentlichkeit und an den Markt gelangt, kann sie nicht durch einen einfachen *contrarius actus* aus der Welt geschafft werden, vielmehr entfaltet sie weiterhin ihre Wirkung. Sie kann gleich wie vergossene Milch nicht einfach zurückgeleert werden.<sup>32</sup> Aufgrund dieser leichten Übertragbarkeit, starken Wirkungskraft und fehlenden Beseitigbarkeit spielt Information am Kapitalmarkt eine herausragende Rolle. Wegen dieser Eigenschaften und der Wirkungskraft von Information werden die vielfältigen kapitalmarktrechtlichen Regelungen für und um Information verständlich. Zahlreiche Regelungen des Kapitalmarktrechts konzentrieren sich auf den Umgang mit Information, sei es in Form von Verhaltenspflichten (Verbot von Insiderhandel und Weitergabe, Verbot der Kursmanipulation), sei es in Form von Offenlegungspflichten (vgl. Rz 17/1 ff), Mitteilungspflichten und der konkreten Gestaltung von Information, wie etwa die Aufmachung des Prospekts (vgl. Rz 11/45 ff), der Ad-hoc-Publizitätsmeldung oder des Informationsdokuments bei der Anlageberatung (PRIPS-Verordnung) (vgl. Rz 5/119).
- 15 Informationsasymmetrie** bezeichnet die Informationsverteilung, bei der es Marktteilnehmer gibt, die besser informiert sind als andere und die schlechter Informierten dies auch wissen. Im äußersten Fall kann eine derart ungleiche Verteilung der Information zum Rückzug der schlechter informierten Marktteilnehmer und schließlich zum Zusammenbruch des Markts führen, selbst wenn Kauf- und Tauschhandlungen für alle Beteiligten vorteilhaft wären.<sup>33</sup> Die Informationsasymmetrie beruht auf der ökonomischen Besonderheit der Güter des Kapitalmarkts. Es werden keine leicht fassbaren und prüfbaren Objekte angeboten, vielmehr sind die Handelsgüter **diskontierte Hoffnungen**<sup>34</sup> und abgezinste Geldversprechen.<sup>35</sup> Kapitalanlagen sind keine Such- oder Erfahrungs-, son-

30 Basedow in Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono, Economic Regulation and Competition 6 ff.

31 Kalss in Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono, Economic Regulation and Competition 121; Kalss in Holoubek/Potacs, Öffentliches Wirtschaftsrecht<sup>3</sup> 32; Fleischer, GA 64. DJT, F 23; Roth, Wertpapierrecht<sup>2</sup> 139.

32 Kalss in Jarolim, Kapitalmarkt unter Druck 9.

33 Dies wird etwa am Beispiel der Insiderregelungen deutlich: Oppitz, Insiderrecht aus ökonomischer Perspektive 39 ff; s den Klassiker: Akerlof, The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics 84, 488.

34 Oppitz, JBl 2014, 211 f.

35 Fleischer, GA 64. DJT, F 23.

den **Vertrauensgütern**, deren Qualität nur schwer überprüfbar ist, weshalb von Beginn an verlässliche Information notwendig ist, welche es möglich macht, die anfängliche **Glaubwürdigkeit** und die spätere Einhaltung der Versprechen einzuschätzen.<sup>36</sup> Das Marktrecht hat nun durch verschiedene Regelungen sicherzustellen, dass das kapitalgebende Anlegerpublikum mit hinreichender Information versorgt und das Wissensgefälle zwischen den Marktgegensätzen eingeebnet wird, etwa durch standardisierte Informationen (Prospekt) und ergänzende individuelle (Anlageberatung) oder allgemeine (Ad-hoc-Publizität) Informationen.

**Interessenkonflikte:** Aufgrund der vielfältigen **Markt- und Vertragsbeziehungen** zwischen den einzelnen Marktteilnehmern, sei es zwischen Emittenten und Anlegern, sei es vor allem zwischen Finanzintermediären und Anlegern sowie Emittenten, besteht die latente Gefahr von **Interessenkonflikten**.<sup>37</sup> Die Möglichkeit von Konfliktsituationen steigt mit der zunehmenden Spezialisierung und Ausdifferenzierung kapitalmarktbezogener Situationen, was sich vor allem anhand verschiedener Geschäftstypen, etwa des Emmissionsgeschäfts, der Anlageberatung, der Erstellung eines Rating oder der kollektiven, verbunden mit der individuellen Vermögensverwaltung zeigt. Gemeinsamer Kern all dieser Rechtsbeziehungen bildet – ökonomisch betrachtet – ein **Principal-Agent-Verhältnis**, welches durch einen Wissens- und Handlungsvorsprung der beauftragten Verfügungsberechtigten (zB Vermögensverwalter) gekennzeichnet ist und daher Schutzmechanismen zugunsten des schwächeren Auftraggebers (Principal) verlangt und dementsprechend in zahlreichen kapitalmarktrechtlichen Regelungen wiederkehrt, wie etwa in den Interessenwahrungspflichten gem § 38 WAG 2007, § 29 InvFG 2011 oder § 12 ÜbG und vor allem auch in flankierenden Publizitätsvorschriften.

## C. Markt- und Anlegerschutz als Regelungszweck und -prinzip

### 1. Doppelte Zweck- und Regelbildung

Kapitalmarktrechtliche Regelungen verfolgen im Wesentlichen **zwei** miteinander **untrennbar verbundene Regelungszwecke**. Das Kapitalmarktrecht hat einerseits den **Funktionsschutz** des **Markts**, andererseits den **Schutz** der einzelnen Teilnehmer, insb der Kapitalgeber oder **Anleger** zum Gegenstand.<sup>38</sup> Auf europäischer Ebene tritt die Integration des Marktes hinzu.<sup>39</sup> Teilweise konfliktieren diese beiden Regelungszwecke, im Regelfall ist diese Bruchlinie aber theoretisch, da funktionierende Kapitalmärkte, dh die Ordnung der Kapitalmarkteinrichtungen und die Bewältigung der Vorgänge auf dem Kapitalmarkt, für Investoren unabdingbar sind, während umgekehrt Anlegerschutz als zentrale vertrauensbildende Maßnahme eine Voraussetzung für das Funktionieren des Markts ist. Anlegerschutz und Funktionsschutz des Markts sind nur die zwei Seiten derselben Medaille. Dar-

36 S Kalss, Anlegerinteressen 164; Fleischer, GA 64. DJT, F 23; Oppitz, JBl 2014, 211 f; allgemein Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht 118 ff.

37 Fleischer, GA 64. DJT, F 23 f; Jennings/Marsh/Coffee/Seligmann, Securities Regulation<sup>5</sup> 5.

38 S nur Kalss in FS WU 188 f; Braumann, Anlegerschutz bei Abschreibungsgesellschaften 28; Mühlert, ZHR 2013, 162, 171; Möllers, AcP (2008) 208, 1, 7; Oulds in Kümpel/Wittig, Bank und Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> Rz 14.142; Assmann in GroßK AktienG<sup>4</sup> Einl Rz 377; Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken 51 ff; Hopt in Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono, Economic Regulation and Competition 309 f; Grundmann, Europäisches Gesellschaftsrecht<sup>2</sup> Rz 632 ff; s aber Schwark in FS 200 Jahre Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin 1113, der von einem Übergewicht des Funktionsschutzes ausgeht.

39 Grundmann, Europäisches Gesellschaftsrecht<sup>2</sup> Rz 632.

aus folgt für die konkrete Anwendung von kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen, dass sie unter Beachtung der kapitalmarktmäßigen, dh der funktionsschutzorientierten und der individualrechtlichen Anlegerschutz-Aspekte auszulegen sind (vgl Rz 1/104 ff).<sup>40</sup> Auf europäischer Ebene wird der Dualismus von Anlegerschutz und Funktionsschutz des Kapitalmarktrechts ebenfalls anerkannt, was in einigen Richtlinien (Wertpapierdienstleistungs-RL, Kapitalmarktpublizitäts-RL) klar zum Ausdruck gebracht wird.<sup>41</sup> Der EuGH anerkennt nicht nur den individuellen Anlegerschutz, sondern auch den **allgemeinen Schutz des Vertrauens** der Kapitalanleger in die nationalen Finanzmärkte.<sup>42</sup> Das Verbindende ist das **Vertrauen** der Anleger, das erst durch entsprechende Regelungen sicherzustellen ist.<sup>43</sup> Damit ist aber noch nicht der spezifische Normzweck jeder einzelnen kapitalmarktrechtlichen Bestimmung festgelegt, dieser ist vielmehr im jeweiligen Kontext zu prüfen. Rechts- und Wirtschaftsordnungen mit einem entwickelten Anlegerschutz sind die Voraussetzung für funktionierende und liquide Kapitalmärkte, die wiederum Grundlage einer **prosperierenden Wirtschaft** im Allgemeinen sind.<sup>44</sup> Der Kapitalmarkt mit seiner Finanzierungsfunktion bildet das Rückgrat jeder Volkswirtschaft.

- 18 Während **Regelungsziele** nur eine allgemeine, etwa eine ökonomische, politische oder soziale Verbesserung anstreben, beschreiben **Prinzipien** Rechte.<sup>45</sup> Markt und Anleger-schutz wurden bis vor einigen Jahren im Wesentlichen als Regelungsziel verstanden. Es ging dabei vor allem um ein rechtspolitisches Reformprogramm. Seit etlichen Jahren, insb verstärkt durch die europarechtliche Entwicklung (vgl Rz 1/48 ff), haben sich die Begriffe des Marktschutzes,<sup>46</sup> noch mehr aber der des **Anleger- oder Investorenschutzes** zu einem **Rechtsprinzip** verdichtet, und zwar einerseits im gesellschaftsrechtlichen Kontext,<sup>47</sup> andererseits als **eigenständige kapitalmarktrechtliche Kategorie**.<sup>48</sup>

## 2. Funktionsschutz des Markts

- 19 Kapitalmarktrecht hat die generelle Aufgabe, **Voraussetzungen** und Rahmenbedingungen für einen funktionierenden **Kapitalmarkt** zu schaffen.<sup>49</sup>

40 Braumann, Anlegerschutz bei Abschreibungsgesellschaften 28; Kalss in Holoubek/Potacs, Öffentliches Wirtschaftsrecht<sup>3</sup> Bd II, 14.

41 Möllers in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität § 3 Rz 26.

42 EuGH 10.5.1995, C-384/93 (*Alpine Investment*), Slg 1995, I-1167 Rz 42; s ferner Generalanwalt Jakobs 1995, I-1144 Tz 68 ff.

43 Berrer/Felderer/Fortin/Helmenstein/Kleissner/Polasek/Slavova, Die Bedeutung von (Eigen-)Kapitalmärkten 119; s Fleischer, GA 64. DJT F 26; s generell Hopt, Transsectoral Issues of Regulation, in Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono, Economic Regulation 310.

44 Alt/Berrer/Borrmann/Helmenstein in Julius-Raab-Stiftung, Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht in Österreich 6, 20 ff, 108 ff; Doralt/Kalss in Bermann/Pistor, Law and governance in an enlarged European Union 265, 270.

45 Schneider in FS Gruson 369 ff; Wundenberg, Compliance und die prinzipiengeleitete Aufsicht über Bankengruppen 35 ff; Fleischer, GA 64. DJT, F 20 bezugnehmend auf Dworkin, Taking Rights Seriously 22, 90.

46 S Weber, JBl 1994, 800; grundlegend der Sammelband Basedow/Baum/Hopt Kanda/Kono, Economic Regulation and Competition.

47 Setwa Wiedemann, Gesellschaftsrecht 472 ff.

48 Hopt, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken 288; Fleischer, GA 64. DJT, F 20; ferner Mühlert, ZHR 2013, 162, 172.

49 Braumann, Anlegerschutz bei Abschreibungsgesellschaften 28; Kalss, Jahrbuch für junge Zivilrechtswissenschaftler 1995, 70; Kalss in Holoubek/Potacs, Öffentliches Wirtschaftsrecht<sup>3</sup> Bd II, 14; Hopt, GA zum 51. DJT, G 47 f, 54 f; Assmann in Großkommentar AktG<sup>4</sup>, Einl Rz 377; Mühlert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt 109 ff; Werlen, Konzeptionelle Grundlagen 17; Schwark in FS 200 Jahre Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin 1109 f.