

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Autorenverzeichnis	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXV
Bibliographie	XLVII
 Erstes Kapitel: Grundlagen der Kapitalmarktgesetzgebung in Europa . . .	 1
§ 1 Rechtsentwicklung	1
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)	11
X. Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005)	12
XI. Phase 4: Bewältigung der Finanzmarktkrise durch Rechts- vereinheitlichung und europäische Aufsicht (2009 bis 2016)	13
XII. Europäisches System für die Finanzaufsicht (ESFS) (2009)	14
XIII. Regulierung der Ratingagenturen (2009)	14
XIV. Überarbeitung der Rahmenrichtlinien (2009 bis 2014) – von Mindest- zur Vollharmonisierung und Rechtsvereinheitlichung	15
XV. Regulierung von Leerverkäufen (2012)	19
XVI. Regulierung von OTC-Derivaten (2012)	19
XVII. Regulierung von Benchmarks (2013 bis 2016)	20
XVIII. Phase 5: Kapitalmarktunion (seit 2015)	20
XIX. Prospekt-Verordnung	21
XX. Verbriefungs-Verordnung	21
XXI. ESA Review	22
XXII. Verbesserung der Start-up- und KMU-Finanzierung	23
XXIII. Sustainable Finance	24

XXIV. Aktionsplan 2020	25
XXV. Fazit	26
§ 2 Begriff, Ziele und Regulierungskonzepte	27
I. Begriff	28
II. Regelungsziele	30
1. Funktionsfähigkeit der Märkte und Anlegerschutz	30
2. Finanzstabilität	33
3. Nachhaltigkeit	35
III. Regulierungskonzepte	37
1. Publizität	37
a) Informationsfunktion	37
b) Regulierungsfunktion	42
c) Überwachungsfunktion	43
2. Verbote	44
3. Kontrollordnung	45
§ 3 Gesetzgebungskompetenzen	47
I. Rechtsgrundlagen	47
II. Kompetenznormen	48
1. Koordination von Bestimmungen zum Schutz der Gesellschafter und Gläubiger	48
2. Koordination der Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten	49
3. Verwirklichung des Binnenmarktes	49
4. Straftaten mit grenzüberschreitender Dimension	50
III. Handlungsformen	51
1. Überblick	51
2. Verordnung	51
3. Richtlinie	52
IV. Harmonisierungsgrad	53
1. Begriffe und Gründe	53
2. Tendenz zur Vollharmonisierung	53
§ 4 Rechtssetzungsverfahren	57
I. Historische Entwicklung	58
II. Der Ablauf des <i>Lamfalussy II</i> -Verfahrens	59
1. Stufe 1: Rahmenrechtsakte	59
a) Konzeption	59
b) Das Trilog-Verfahren	60
2. Stufe 2: Delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechtsakte	62
3. Stufe 3: Empfehlungen und Leitlinien	64
4. Stufe 4: Kontrolle der mitgliedstaatlichen Rechtsumsetzung	66
5. Einbindung von Marktteilnehmern und anderen Stakeholdern	67
III. Bewertung	68

§ 5 Rechtsquellen und Auslegung	71
I. Einführung	71
II. Europäisches Recht	72
1. Rechtsquellen	72
a) Single Rulebooks der EU-Wertpapierregulierung	72
b) Verordnungen über die europäischen Aufsichtsbehörden	74
c) Flankierende EU-Gesetzgebungsakte	75
2. Auslegung	75
a) Autonome Auslegung	75
b) Entwicklung von Auslegungsstandards durch die ESMA	77
c) Auslegungsgrundsätze	80
aa) Wortlaut	80
bb) Rechtssystematische Auslegung	80
cc) Historische Auslegung	82
dd) Teleologische Auslegung	83
III. Nationales Recht	85
1. Deutschland	86
2. Frankreich	87
3. Griechenland	88
4. Italien	88
5. Österreich	89
6. Schweden	89
7. Spanien	90
8. Vereinigtes Königreich	90
 § 6 Intra- und Interdisziplinarität	 93
I. Einführung	94
II. Intradisziplinarität	95
1. Rechtsnatur	95
a) Wechselwirkungen des Aufsichts- und Zivilrechts	95
b) Auslegung	96
2. Verhältnis zum Bilanz-, Gesellschafts- und Insolvenzrecht	97
III. Interdisziplinarität	99
1. Modell des Homo Oeconomicus	99
2. Verhaltensanomalien (Behavioural Finance)	100
a) Ankereffekt	100
b) Selbstüberschätzung (Overconfidence)	100
c) Fairness	101
d) Prospect Theory/Framing	101
e) Hindsight Bias (Rückschaufehler)	101
f) Representativeness/Availability/Saliency	102
3. Relevanz der Verhaltenswissenschaften in der Kapitalmarktregulierung	102

Zweites Kapitel: Grundlagen des Kapitalmarktrechts	105
§ 7 Kapitalmärkte	105
I. Überblick	106
1. Handelsplatz	106
2. Primär- und Sekundärmärkte	107
3. Börsen	108
II. Handelsplätze nach MiFID II	109
1. Geregelter Markt	109
2. MTF	111
3. OTF	111
III. KMU-Wachstumsmarkt	112
IV. OTC-Handel	115
V. Marktzugang (IPO und Listing)	116
1. Emission von Wertpapieren	116
2. Zulassung von Wertpapieren zum Handel (Listing)	117
VI. Marktaustritt (Delisting)	118
§ 8 Finanzinstrumente und Verbriefungen	121
I. Einführung	121
II. Wertpapiere	123
1. Begriffsbestimmung der MiFID II	123
2. Aktien	124
3. Schuldtitel (Anleihen)	125
a) Arten von Schuldverschreibungen	125
b) Entstehung	127
c) Sonderregeln für Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen	128
4. Sonstige Vermögensanlagen	128
III. Derivate	129
IV. Fondsanteile	131
V. Verbriefungen	132
1. Strukturen und beteiligte Parteien	132
2. STS-Verbriefungen	133
VI. ESG-Finanzprodukte	134
§ 9 Kapitalmarktteilnehmer	137
I. Einführung	137
II. Anbieter von Marktinfrastrukturen	138
III. Emittenten	140
IV. Anleger	141
1. Arten	141
2. Investoren als Regelungsadressaten und Schutzniveau	143

§ 10 Kryptowerte und DLT-Marktinfrastrukturen	147
I. Grundlagen	148
1. Tokenisierung von Rechten auf der Blockchain	149
2. Übertragung von Token	151
3. Öffentliches Angebot von Token	151
4. Handel von Token	152
II. Aufsichtsrechtliche Anforderungen nach MiFID II	152
1. Arten von Handelsplattformen	152
2. Vor- und Nachteile dezentraler Handelsplattformen	153
III. Kommissionsvorschlag für DLT-Marktinfrastrukturen	154
1. Pilotregelung	155
2. Regime für Crypto-Asset-Märkte	156
3. Bewertung	156
§ 11 Kapitalmarktaufsicht	159
I. Einleitung	161
II. Unionsrechtliche Vorgaben an die Kapitalmarktaufsicht	162
1. Institutioneller Aufbau	162
2. Befugnisse	163
a) Ermittlungs- und Eingriffsbefugnisse	163
b) Bußgelder	164
c) Sonstige Sanktionsmittel	164
d) Wahl des Sanktionsmittels und Bußgeldbemessung	165
III. Nationale Ausgestaltungen der Kapitalmarktaufsicht	165
1. Institutionelle Verankerung	165
a) Allfinanzmodell	166
b) Modell der sektoralen Aufsicht	167
c) Mischformen	167
d) Twin-Peaks-Modell	167
e) Vorzugswürdigkeit eines Aufsichtsmodells?	168
2. Binnenorganisation und Unabhängigkeit	169
3. Sanktions- und Strafverfolgungsbefugnisse	169
4. Amtshaftung	170
5. Ressourceneinsatz und Sanktionsintensität	170
IV. Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsinstitutionen	171
1. Aufsichtskooperation in der Europäischen Union	171
2. Kooperationen mit Drittstaaten	172
V. Wettbewerb der mitgliedstaatlichen Aufsichtsinstitutionen	174
VI. Das Europäische System der Finanzaufsicht (ESFS)	174
1. Institutioneller Aufbau	175
a) Makroebene	175
b) Mikroebene	176
c) Europäische Bankenunion	177
2. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)	178
a) Binnenorganisation	179

b) Unabhängigkeit und Budgetautonomie	180
c) Eingriffsbefugnisse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden . .	181
aa) Verstöße gegen das EU-Recht	181
bb) Krisen- und Streitfall	182
(1) Krisenfall	182
(2) Streitfall zwischen Aufsichtsbehörden in grenz- überschreitenden Fällen	182
(3) Nationale Haushaltsautonomie als Grenze der ESMA-Befugnisse	182
d) Direkte Aufsichtsbefugnisse	183
aa) Warnungen vor und Verbote von bestimmten Finanzaktivitäten	183
bb) Aufsicht über die Ratingagenturen und Transaktions- und Wertpapierregister	184
cc) Überwachung von Benchmarks und Datendienstleistern	185
e) Rechtssetzungskompetenzen	185
f) Vereinbarkeit der ESMA-Befugnisse mit dem europäischen Primärrecht	185
g) Rechtsschutz	186
h) Amtshaftung	187
i) Zugang zu Dokumenten	187
3. Gesamtbewertung der Rolle der ESMA	187
 § 12 Sanktionen	 189
I. Einführung	190
II. Sanktionsregime vor der Finanzmarktkrise	191
1. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	191
2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen	192
III. Sanktionsregime nach der Finanzmarktkrise	193
1. Reformbedürfnis	193
2. Public Enforcement	194
a) Regelungen zur Aufdeckung und Ermittlung von Rechtsverstößen .	194
b) Verwaltungsmaßnahmen	195
c) Verwaltungssanktionen	196
3. Private Enforcement	197
IV. Fazit	199
 Drittes Kapitel: Marktmissbrauchsrecht	 201
 § 13 Grundlagen	 201
I. Rechtsentwicklung	202
1. Rechtslage in Deutschland bis 1995	202
2. Harmonisierungsmaßnahmen der EG	203
II. MAR-Regime 2014	205
1. Reformbedürfnis	205

2. Rechtsquellen	205
3. Regelungssystematik	207
4. Anwendungsbereich	208
III. Darstellung des MAR-Regimes in diesem Buch	210
§ 14 Insiderverbote	211
I. Einführung	213
II. Grundlagen	215
1. Regelungskonzept	215
a) Verbote und Ad-hoc-Publizitätspflicht	215
b) Weitere Publizitätspflichten	216
c) Insider-Compliance	217
2. Regelungszwecke	218
III. Begriff der Insiderinformation	219
1. Auslegungsgrundsätze des EuGH zur MAD 2003	219
2. Regelung der MAR 2014	222
a) Nicht öffentlich bekannt	223
b) Präzise Information	224
aa) Umstand oder Ereignis	225
bb) Spezifität	226
c) Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug.	228
d) Kursbeeinflussungspotenzial	229
3. Fallgruppen	232
IV. Verbote	233
1. Handelsverbot	234
a) Tatbestand	234
b) Legitime Handlungen	237
2. Offenlegungsverbot	240
a) Unrechtmäßige Offenlegung (Art. 10 MAR).	240
b) Marktsondierung (Art. 11 MAR)	242
3. Verleitungsverbot	244
4. Ausnahmen von den Verboten	244
V. Aufsicht	245
1. Aufsichtsbehörden	245
2. Insiderlisten	246
3. Anzeigepflichten und Whistleblowing	247
VI. Sanktionen und Rechtsfolgen	247
1. Strafen und Geldbußen	247
2. Bekanntmachungen	249
3. Privatrechtliche Rechtsfolgen	249
VII. Fazit	250
§ 15 Verbot der Marktmanipulation	251
I. Einführung	252
II. Regelungskonzeption	253

III. Anwendungsbereich	254
1. Persönlicher Anwendungsbereich	254
2. Sachlicher Anwendungsbereich	255
IV. Verbote	255
1. Regelungssystematik	255
2. Informationsbasierte Marktmanipulation	256
a) Rechtsdogmatik	257
b) Rechtspraxis	259
c) Exkurs: Behavioural Finance	259
3. Handels- und handlungsbasierte Manipulation	260
a) Grundtatbestände (Art. 12 Abs. 1 MAR)	261
b) Spezielle Tatbestände (Art. 12 Abs. 2 MAR)	262
4. Benchmark-Marktmanipulation	265
V. Aufsicht	266
VI. Sanktionen und zivilrechtliche Rechtsfolgen	267
1. Strafen und Geldbußen	267
2. Öffentliche Bekanntmachung	268
3. Schadensersatz	268
VII. Fazit	270
 Viertes Kapitel: Publizitätsregime	 273
 § 16 Grundlagen	 273
I. Einführung	275
II. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz	275
1. Allokative Effizienz	276
a) <i>Akerlof</i> und der Market for Lemons	276
b) <i>Fama</i> und die Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH)	276
c) Diskussion über den Umfang einer Übernahme der ECMH im Kapitalmarktrecht	277
2. Institutionelle Effizienz	279
3. Operationale Effizienz	280
III. Publizitätsvorschriften als Regulierungsinstrument	280
1. Notwendigkeit gesetzlicher Publizitätsvorschriften aus ökonomischer Sicht	280
a) Beseitigung von Informationsasymmetrien	281
aa) Gesellschaftlicher Wert öffentlicher Informationen	281
bb) Verringerung von Agency-Costs und Signal-Theorie	282
b) Informationen und das Problem öffentlicher Güter	282
c) Publizitätsvorschriften unter dem Blickwinkel der Transaktions- kostentheorie	283
d) Fazit	284
2. Publizitätsvorschriften als Anlegerschutzinstrument	285
a) Anlegerschutz durch Transparenz als Leitbild der Kapitalmarkt- regulierung.	285

b) Diskussion über die Reichweite des verwirklichten Anlegerschutzes	286
c) Zunehmende Kritik am Informationsmodell und alternative Instrumente für den Anlegerschutz.	287
3. Publizitätsvorschriften als Instrument zur Stärkung eines nachhaltigen Finanzwesens (Sustainable Finance)	288
IV. Entwicklung des Publizitätsregimes im europäischen Kapitalmarktrecht	290
V. Veröffentlichungsverfahren und Zugang zu vorgeschriebenen Informationen	292
1. Entwicklung einheitlicher Vorgaben für den Zugang zu vorgeschriebenen Informationen	293
a) Anforderungen an die Verbreitung vorgeschriebener Informationen	294
b) Amtlich bestelltes System für die zentrale Speicherung	295
c) Umsetzung.	296
d) Europäisches elektronisches Zugangsportal und einheitlicher europäischer Zugangspunkt.	296
2. Fazit	298
§ 17 Prospektpublizität	299
I. Einführung	300
II. Regelungskonzeption	301
1. Veröffentlichungspflichten	301
2. Flankierende Verhaltensregeln	302
3. Rechtsquellen	303
a) Europäische Regelungsebene	303
b) Nationale Regelungsebene	304
III. Prospektpflicht nach der Prospekt-VO	305
1. Anwendungsbereich	305
2. Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts	306
a) Angebotsprospekt	306
b) Zulassungssprospekt	307
3. Prospektformen und -inhalt	308
a) Ein- oder mehrteiliger Prospekt und Basisprospekt	308
b) Erstellung, Inhalt und Aufmachung	309
c) Aufbau	312
aa) Zusammenfassung	312
bb) Risikofaktoren	313
d) Verweise (Incorporation-by-Reference)	315
e) Sprache des Prospekts	315
4. Prospektbilligung und Veröffentlichung	316
a) Grundlagen	316
b) Europäischer Pass	317
c) Nachtrag	318
5. Sonderregime	318
IV. Prospektpflicht nach dem VermAnlG	319
V. Aufsicht	321

VI. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	321
VII. Prospekthaftung	322
1. Unionsrechtliche Vorgaben	322
2. Haftung wegen fehlerhaften Wertpapierprospekts	324
a) Prospekt	325
b) Prospektmangel (unrichtige/unvollständige Angaben)	325
c) Anspruchsgegner (Prospektverantwortliche)	328
d) Anspruchsinhaber	329
e) Haftungsbegründende Kausalität.	329
f) Verschulden	329
g) Sonstige Haftungsausschlüsse.	330
h) Rechtsfolgen	332
3. Haftung wegen fehlenden Wertpapierprospekts	333
4. Haftung wegen fehlerhaften Wertpapier-Informationsblatts	333
5. Haftung wegen fehlerhaften und fehlenden Verkaufsprospekts	334
6. Haftung wegen fehlerhaften oder fehlenden Vermögensanlagen- Informationsblatts	335
VIII. Fazit	335
 § 18 Periodische Publizität	 337
I. Einführung	338
1. Entwicklung des periodischen Publizitätssystems	338
2. Rechnungslegungsinformationen als Grundlage der Finanz- berichterstattung	341
3. Die wachsende Bedeutung nichtfinanzieller Informationen für die Finanzberichterstattung	343
a) Beginn nichtfinanzieller Berichterstattung zu Belangen des Umweltschutzes	343
b) Weitere Entwicklungsimpulse durch Initiativen zur sozialen Verantwortung der Unternehmen.	344
c) Bevorstehende Anpassungen: Einbindung der nichtfinanziellen Berichterstattung in Maßnahmen für mehr Nachhaltigkeit im Finanzsektor (Sustainable Finance)	346
d) Fazit	348
II. Regelungskonzeption	349
1. Vorgaben des europäischen Rechts	349
a) Der Finanzbericht als einheitlicher Berichtsstandard für die periodische Publizität	349
b) Verknüpfung mit dem europäischen Bilanzrecht als Ausdruck einer dualistischen Regelungskonzeption.	350
c) Veröffentlichungsadressat	351
2. Umsetzung	352
III. Jahresfinanzbericht	353
1. Überblick	353
2. Rechnungslegungsinformationen	354

a) Konzern- und Einzelabschluss	354
b) Lagebericht und Konzernlagebericht	356
c) Prüfung des Jahresfinanzberichts	357
d) Einheitliches elektronischen Berichtsformat	357
IV. Halbjahresfinanzbericht	358
1. Überblick	358
2. Rechnungslegungsinformationen	358
a) Konzern- und Einzelabschluss	358
b) Zwischenlagebericht	359
c) Prüfung des Halbjahresfinanzberichts	360
V. Quartalsweise Veröffentlichung von Finanzberichten	360
1. Konzeption quartalsweiser Veröffentlichungspflichten nach der TD von 2004	361
a) Inhalt der Zwischenmitteilung der Geschäftsführung	362
b) Quartalsfinanzberichte nach der TD von 2004.	362
2. Konzeption für die Veröffentlichung häufigerer regelmäßiger Finanzinformationen nach der Reform von 2013	363
VI. Veröffentlichungsverfahren	364
1. Vorgaben des europäischen Rechts	364
2. Umsetzung	365
3. Ausblick: Zugang zu Finanzberichten über ein einheitliches, europäisches Zugangsportal	366
VII. Überwachung der veröffentlichten Finanzinformationen (Enforcement)	366
1. Zweistufiges Enforcement in Deutschland und Österreich	368
2. Diskussion über die Wirksamkeit des deutschen Enforcement- verfahrens	369
VIII. Sanktionen	370
1. Zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Finanzberichterstattung	370
2. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	371
IX. Fazit	372
 § 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen	 375
I. Einführung	377
1. Normzwecke	377
2. Rechtstatsächliche Bedeutung	381
3. Kapitalmarktempirie	382
II. Regelungskonzeption	383
1. Veröffentlichungspflichten nach Art. 17 MAR	383
2. Flankierende Kapitalmarktpublizität	384
a) Publizitätspflichten	384
b) Freiwillige Kapitalmarktinformation	385
3. Rechtsquellen	385
a) Europäische Regelungsebene	385
b) Nationale Regelungsebene	386
III. Veröffentlichungspflicht gem. Art. 17 Abs. 1 MAR	387

1. Emittenten von Finanzinstrumenten	387
2. Publizitätspflichtige Informationen	389
a) Grundlagen	389
b) Unmittelbare Betroffenheit	389
c) Kenntnis und Wissenszurechnung	390
3. Keine Saldierung von Informationen	391
4. Aufschieb der Veröffentlichung gem. Art. 17 Abs. 4 MAR	392
a) Grundlagen	392
b) Berechtigte Interessen des Emittenten	393
aa) Dogmatik	394
bb) Fallgruppen	395
c) Keine Irreführung der Öffentlichkeit.	396
d) Geheimhaltung	397
e) Erfordernis einer Entscheidung des Emittenten	398
5. Aufschieb der Veröffentlichung gem. Art. 17 Abs. 5 MAR	398
6. Rechtsfolgen	399
a) Unverzögliche Mitteilung und Veröffentlichung	399
b) Inhalt und Bekanntgabe der Ad-hoc-Mitteilung	400
c) Verbot des Marketings in Ad-hoc-Mitteilungen	401
IV. Veröffentlichungspflicht gem. Art. 17 Abs. 8 MAR	401
1. Normzweck	401
2. Voraussetzungen	402
3. Rechtsfolgen	402
V. Aufsicht	402
VI. Sanktionen und zivilrechtliche Rechtsfolgen	403
1. Verwaltungssanktionen	403
a) Geldbußen	403
b) Bekanntmachung des Verstoßes (Naming and Shaming)	403
2. Strafrecht	403
3. Schadensersatz	404
a) Deutschland	404
aa) Informationsdeliktshaftung (§ 826 BGB)	405
bb) Kapitalmarktinformationshaftung (§§ 97, 98 WpHG)	408
b) Österreich	411
c) Vereinigtes Königreich	412
VII. Fazit	413
§ 20 Beteiligungspublizität	415
I. Einführung	417
1. Regelungszwecke	417
2. Harmonisierungskonzepte	420
3. Rechtstatsachen	421
II. Grundlagen	422
1. Überblick zu den Publizitätspflichten	422
a) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der TD	422

b) Flankierende Publizitätspflichten	423
2. Rechtsquellen	424
3. Auslegung	424
III. Transparenz bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils	425
1. Mitteilungspflichten	425
a) Meldepflichtige	426
b) Meldeschwellen	426
c) Mitteilungspflichtige Vorgänge	427
d) Keine Mitteilungspflicht wegen Nichtberücksichtigung von Stimmrechten	428
2. Veröffentlichungspflichten	428
a) Mitteilung	428
b) Veröffentlichung	428
3. Vertiefung: Zurechnung von Stimmrechten	429
a) Konzernunternehmen gehörende Aktien	430
b) Für Rechnung gehaltene Aktien	431
c) Sicherungsübereignete Aktien	432
d) Nießbrauch	433
e) Erwerbsmöglichkeit durch Erklärung	433
f) Anvertraute Aktien	433
g) Zeitweilige Übertragung von Stimmrechten	434
h) Verwahrte Aktien	434
i) Kettenzurechnung	434
j) Acting in Concert	435
aa) Voraussetzungen	436
bb) Rechtsfolgen	437
IV. Transparenz von Finanzinstrumenten	438
1. Grundlagen	438
a) Regime der TD 2004	438
b) Defizite des Regimes der TD 2004	438
c) Reform der TD 2013	439
2. Mitteilungspflichten	440
3. Mitteilung des Meldepflichtigen und Veröffentlichung durch Emittent	444
V. Transparenz über Investorenabsichten	445
1. USA-amerikanisches Regelungsvorbild	445
2. Frankreich	446
3. Deutschland	446
VI. Aufsicht	448
1. Unionsrechtliche Vorgaben	448
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	449
VII. Sanktionen	449
1. Verwaltungsrechtliche Sanktionen	449
2. Rechtsverlust	451
a) Nichterfüllung von Mitteilungspflichten gem. § 33 WpHG	451
b) Nichterfüllung von Mitteilungspflichten gem. §§ 38, 39 WpHG	453

3. Anlegerschutz durch Schadensersatz	453
VIII. Fazit	454
§ 21 Directors' Dealings	457
I. Einführung	458
II. Regelungskonzeption	460
1. Überblick zu den Rechtsquellen	460
2. Verhältnis zu den anderen Publizitätsvorschriften	461
III. Publizitätspflichten	461
1. Mitteilungspflichten	461
a) Mitteilungspflichtige Personen	461
b) Mitteilungspflichtige Geschäfte	462
c) Inhalt der Meldung und Meldefrist	463
2. Veröffentlichungspflicht	464
IV. Handelsverbot (Closed Periods)	464
V. Aufsicht und Sanktionen	465
1. Vorgaben des MAR 2014-Regimes	465
2. Gewinnabschöpfung	466
3. Zivilrechtliche Rechtsfolgen	467
VI. Fazit	467
§ 22 Corporate Governance und Aktionärsrechte	469
I. Einführung	469
II. Corporate Governance	470
1. Einführung	470
2. Erklärung zur Unternehmensführung	471
3. Sustainable Corporate Governance	473
III. Aktionärsrechte	474
1. Information über die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren	475
a) Änderungen der Aktienrechte	475
b) Informationen zur Ausübung von Rechten.	476
aa) Aktienrechte	476
bb) Rechte aus Schuldtiteln	477
2. Institutionelle Anleger	477
3. Related Party-Transaktionen	479
IV. Fazit	480
Fünftes Kapitel: Handelsaktivitäten	481
§ 23 Grundlagen des Wertpapiererwerbs	481
I. Rechtsgrundlagen	481
II. Verwahrung von Wertpapieren	482
1. Verwahrer	482

2. Sammelverwahrung	483
III. Wertpapiererwerb und -abwicklung	485
IV. Elektronische Wertpapiere	486
§ 24 Anlageziele	489
I. Grundlagen	489
1. Rendite	489
2. ESG-Anlage	491
3. Anlage nach religiösen Gesichtspunkten	492
II. Restriktionen	492
1. Privatanleger	492
2. Institutionelle Anleger	494
§ 25 Leerverkäufe und Credit Default Swaps	497
I. Einführung	498
II. Begriffskonkretisierungen	499
III. Regulierungsbedürfnis	500
1. Gefahr der Marktmanipulation (Art. 12 MAR)	501
a) Mögliche Begehungsvarianten	501
b) Marktmanipulation durch „Leerverkaufs-Attacken“?	502
2. Gefahr der Destabilisierung des Finanzmarktsystems	503
IV. Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps	504
1. Anwendungsbereich	505
2. Vereinbarkeit mit europäischem Primärrecht	506
3. Regulierung von Leerverkäufen	506
a) Verbotstatbestände	506
b) Transparenzpflichten	508
4. Regulierung von Credit Default Swaps	510
5. Befugnisse der ESMA und der nationalen Aufsichtsbehörden	511
6. Sanktionen	513
7. Der Fall <i>Wirecard</i> – ein Lehrstück zum Für und Wider der Leerverkaufsregulierung	514
V. Fazit	515
Sechstes Kapitel: Informationsintermediäre	517
§ 26 Finanzanalysten	517
I. Einführung	518
II. Grundlagen der Finanzanalyse	519
1. Typen von Finanzanalysten	519
2. Methoden der Finanzanalyse	520
III. Regelungskonzeption	521

1. Regulierung des Marktverhaltens	521
2. Organisatorische Anforderungen an Unternehmen	523
IV. Anlageempfehlungen	523
1. Regelungszwecke	523
2. Begriff der Anlageempfehlung	524
a) Überblick	524
b) Sachlicher Anwendungsbereich	524
c) Persönlicher Anwendungsbereich	525
3. Pflichten zur objektiven Darstellung der Empfehlungen	525
a) Allgemeine Anforderungen	526
b) Zusätzliche Anforderungen für bestimmte Personen	527
4. Offenlegungspflichten	527
a) Identität des Erstellers	528
b) Interessen und Interessenkonflikte	528
aa) Allgemeine Bedingungen	528
bb) Zusätzliche Bedingungen für bestimmte Personen	529
cc) Zusätzliche Bedingungen für Wertpapierfirmen und Kreditinstitute	530
5. Weitergabe der Empfehlungen eines Dritten	531
6. Sanktionen	531
a) Verwaltungsrechtliche Sanktionen	531
b) Privatrechtliche Haftung	531
V. Finanzanalyse als finanzielle Zuwendung	532
VI. Fazit	533
§ 27 Ratingagenturen	535
I. Einführung	536
1. Funktionen von Ratingagenturen	536
2. Arten und Wirkungen eines Ratings	537
3. Marktstruktur und Vergütungsmodelle	538
4. Entwicklung der Regulierung in Europa	539
5. Rechtsquellen	540
II. Anwendungsbereich und Ziele der europäischen Regulierung	542
1. Grundlagen	542
2. Gegenstand und Zweck der Regulierung	542
3. Geltungsbereich	543
4. Begriffe	543
III. Regulierungsstrategien	545
1. Überblick	545
2. Vermeidung von Interessenkonflikten	545
a) Unabhängigkeit der Ratingagentur	545
b) Am Rating beteiligte Personen	548
3. Verbesserung der Qualität der Ratings	549
4. Publizitätspflichten	550
a) Bekanntgabe und Präsentation von Ratings	550

b) Transparenzbericht	551
5. Registrierung	551
6. Die Problematik der sog. Over-Reliance	552
IV. Aufsicht und Sanktionen	554
1. Grundlagen	554
2. Verfahren	554
3. Aufsichtsmaßnahmen und -sanktionen (Geldbußen)	555
4. Strafrechtliche Maßnahmen	556
V. Zivilrechtliche Haftung	556
1. Praktische Bedeutung	556
2. Haftungsverhältnisse und Anspruchsgrundlagen	557
3. Anspruchsgrundlagen des europäischen Rechts	558
VI. Fazit	560
 § 28 Stimmrechtsberater	 563
I. Einführung	563
II. Regelungskonzepte	564
1. Transparenz	565
2. Privatrechtliche Haftung	566
3. Public Enforcement	566
III. Fazit	567
 Siebttes Kapitel: Wertpapierdienstleistungsunternehmen	 569
 § 29 Grundlagen	 569
I. Einführung	569
II. Rechtsrahmen	570
1. Aufsichtsrecht	570
2. Mechanismen der Rechtsdurchsetzung	571
 § 30 Wertpapierdienstleistungen	 573
I. Einführung	573
II. Regelungskonzeption des MiFID II-Regimes	574
1. Überblick	574
2. Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDU)	574
3. Marktbetreiber (geregelter Markt)	576
4. Aufsicht und Sanktionen	576
III. Allgemeine Wohlverhaltensregeln	577
1. Sorgfaltspflichten	577
2. Pflichten bei Interessenkonflikten	578
IV. Produktfreigabeverfahren (Produkt Governance)	580
1. Überblick	580
2. Anwendungsbereich	580

3. Hersteller	581
4. Vertriebsunternehmen	582
V. Anlageberatung	583
1. Begriff	583
2. Aufsichtsrechtliche Pflichten	585
a) Exploration	585
b) Information	586
c) Beurteilung der Geeignetheit der Anlage.	587
d) Execution-Only	588
3. Zivilrechtliche Pflichten	588
a) Vertragliche Ansprüche	589
b) Deliktische Ansprüche	592
VI. Vermögensverwaltung	593
1. Begriff	593
2. Aufsichtsrechtliche Pflichten	594
3. Zivilrechtliche Pflichten	595
VII. Fazit	596
§ 31 Produktintervention	597
I. Einführung	597
II. Rechtsquellen	598
III. Produktintervention gem. Art. 42 MiFIR	599
1. Voraussetzungen	599
2. Rechtsfolgen	600
IV. Fazit	601
§ 32 Grundlagen der Compliance	603
I. Begriff der Compliance	604
II. Verhältnis zum Risikomanagement und den übrigen internen Kontrollsystemen	605
1. Compliance und Risikomanagement als einheitliche Organisationsaufgabe	605
2. Modell der drei Verteidigungslinien	606
III. Entwicklung und Rechtsgrundlagen	607
§ 33 Organisatorische Anforderungen	611
I. Regelungskonzeption des Unionsrechts	613
1. Überblick	613
2. Regelungszugriff: Prinzipien-orientierte Regulierung	614
3. Regelungszweck	616
II. Umsetzung der Regelungsvorgaben	617
III. Zielvorgabe und Organisationsmaßstab	618
1. Minimierung von Compliance-Risiken	618
2. Reichweite der Compliance-Pflicht	619
IV. Bestandteile der Compliance-Organisation	620

1. Compliance-Funktion	620
a) Anforderungen	621
aa) Unabhängigkeit	621
(1) Operationelle und finanzielle Unabhängigkeit	621
(2) Organisatorische Unabhängigkeit	623
bb) Dauerhaftigkeit und Wirksamkeit	625
b) Aufgaben.	625
aa) Überwachungs- und Bewertungsfunktion	625
bb) Beratungs- und Unterstützungsfunktion	626
2. Compliance-Beauftragter	627
a) Benennung	628
aa) Registrierungs- und Qualifikationsanforderungen	628
bb) Benennung von Geschäftsleitern als Compliance-Beauftragte . .	628
b) Rechtsstellung	629
aa) Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsleitung	629
bb) Disziplinarische Unabhängigkeit und Kündigungsschutz	631
c) Aufgaben und Befugnisse	631
aa) Informations- und Weisungsbefugnisse	631
bb) Compliance-Berichterstattung	633
(1) Internes Reporting	633
(2) Externes Reporting	634
3. Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen („Chinese Walls“)	635
a) Rechtsgrundlagen	636
b) Bestandteile	637
aa) Abgrenzung von Vertraulichkeitsbereichen	637
bb) Beobachtungs- und Sperrlisten	639
c) Rechtswirkungen	640
V. Sanktionen	641
1. Sanktionen gegen die Wertpapierfirma	642
2. Sanktionen gegen die Geschäftsleitung und den Compliance- Beauftragten	644
VI. Fazit	645
§ 34 Governance	647
I. Einführung	648
II. Regelungskonzepte	650
1. Traditioneller Regelungsansatz	651
2. Besonderheiten der Governance von Banken und Wertpapierfirmen . .	652
3. Governance-basierte-Regulierung	653
III. Regulatorische Rahmenvorgaben	653
1. Übersicht	653
2. Struktur und Zusammensetzung der Leitungsorgane	656
a) Monistische vs. dualistische Board-Strukturen	656
b) Funktionstrennung; Bildung von Ausschüssen.	657
aa) Trennung des Geschäftsführers und des Vorsitzenden	

des Leitungsorgans	657
bb) Ausschussbildung	657
cc) Unabhängige Aufsichtsratsmitglieder	659
dd) Diversität	661
3. Persönliche und kollektive Anforderungen an die Leitungsorgane	661
a) Zeitliche Verfügbarkeit und Mandatsbegrenzungen	661
b) Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen	663
c) Kollektive Eignung	664
d) Qualifikation und Zuverlässigkeit von Inhabern von Schlüsselpositionen (Key Function Holders)	665
4. Aufgaben und Pflichten der Leitungsorgane	665
5. Überprüfung der Eignung der Leitungsorgane sowie Inhaber von Schlüsselpositionen	666
a) Unternehmensinterne Prüfung	667
b) Prüfung durch die zuständigen Behörden	667
IV. Sanktionen	668
1. Administrative Sanktionen	668
2. Zivilrechtliche Sanktionen	669
V. Fazit	670
 Achtes Kapitel: Regulierung von Benchmarks	 671
 § 35 Grundlagen	 671
I. Einführung	671
II. Rechtstatsächlicher Hintergrund und Regelungsinitiativen	673
III. Funktionen von Benchmarks	675
 § 36 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen	 677
I. Benchmark-VO: Grundlagen und Regelungskonzepte	677
1. Aufbau und Zielsetzung	677
2. Anwendungsbereich und Definitionsvorschriften	678
3. Regelungssystematik	679
a) Kritische, signifikante und sonstige Referenzwerte	680
aa) Definitionen	680
bb) Anwendbare Vorschriften	681
b) Sektorspezifische Vorgaben	681
c) Überblick über das Regelungssystem	681
II. Auffächerung des Pflichtenprogramms	682
1. Governance-Anforderungen des Benchmark-Administrators	682
2. Eingangsdaten und Berechnungsmethodik	684
3. Governance-Anforderungen der Kontributoren	686
4. Anlegerschutz	687
5. Besondere Anforderungen an EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel	688

6. Ersetzung von Referenzwerten durch Unionsrecht	689
7. Beschränkungen der „Verwendung“ von Referenzwerten sowie Drittstaaten-Regime	689
III. Zulassung, Aufsicht und Sanktionen	690
1. Zulassungs- bzw. Registrierungspflicht	691
2. Aufsichts- und Sanktionskompetenzen	691
a) Aufsichts- und Sanktionskompetenzen der nationalen Aufsichtsbehörden	691
b) Rolle der ESMA	692
3. Zivilrechtliche Haftung	693
IV. Fazit	694
 Neuntes Kapitel: Öffentliche Unternehmensübernahmen	 699
 § 37 Grundlagen	 699
I. Einführung	700
II. Regelungszwecke	701
III. Regelungsinhalt des WpÜG	701
1. Überblick	701
2. Anwendungsbereich	702
IV. Aufsicht und Sanktionen	703
1. Aufsicht	703
2. Sanktionen	704
V. Angebotsarten	704
1. Einfache Erwerbsangebote	704
2. Übernahmeangebote	705
3. Pflichtangebote	706
4. Europäische Angebote	706
VI. Publizität der Abwehrstrukturen und -mechanismen	706
1. Zusammensetzung des Kapitals	707
2. Beschränkungen bezüglich der Übertragung der Aktien	707
3. Bedeutende Beteiligungen	708
4. Inhaber von Sonderrechten	708
5. Stimmrechtskontrolle bei Mitarbeiterbeteiligungen	709
6. Beschränkungen von Stimmrechten	709
7. Gesellschaftervereinbarungen	709
8. Bestimmungen über Bestellung und Abberufung von Geschäftsleitern	710
9. Ausgabe und Rückkauf eigener Aktien	710
10. Change of Control-Klauseln	710
11. Entschädigungsvereinbarungen	711
 § 38 Verfahren einer öffentlichen Übernahme	 713
I. Einführung	713
II. Veröffentlichung der Angebotsentscheidung	714

III. Veröffentlichung der Angebotsunterlage	715
1. Übermittlung der Angebotsunterlage	715
2. Gegenleistung	716
3. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat	717
IV. Annahme und Vollzug	717
1. Ablauf	717
2. Schutz vor einer Umgehung der Preisregeln	718
V. Ausschluss und Austritt von Minderheitsaktionären nach Übernahme . .	719
1. Ausschluss	719
2. Andienungsrecht	720
 § 39 Pflichtangebot	 723
I. Einführung	723
II. Voraussetzungen	725
1. Begriff der Kontrolle	725
2. Stimmrechtszurechnung	727
a) Konzernzurechnung.	728
b) Für Rechnung des Bieters gehaltene Aktien	728
c) Sicherheitsübereignete Aktien.	728
d) Nießbrauch	729
e) Erwerb durch Willenserklärung	729
f) Anvertraute Aktien	729
g) Acting in Concert	730
h) Weitere Tatbestände	732
III. Rechtsfolgen	733
IV. Sanktionen	733
 § 40 Verhaltenspflichten	 737
I. Vereitelungsverbot	737
1. Grundsatz	737
2. Ausnahmen (pflichtgemäße Handlungen)	738
a) Handlungen eines gewissenhaften Geschäftsleiters	738
b) Suche nach einem konkurrierenden Angebot.	739
c) Handlungen mit Zustimmung des Aufsichtsrats	740
d) Ermächtigung zur Vornahme von Handlungen	740
3. Einzelfälle	740
a) Vinkulierung von Aktien	741
b) Erwerb eigener Aktien	741
c) Ausgabe eigener Aktien unter Bezugsrechtsausschluss	742
d) Einräumung hoher Abfindungen	743
e) Staggered Boards	743
f) Erhöhte Quoren für Hauptversammlungsbeschlüsse	743
g) Change of Control-Klauseln	744
h) Asset-Lock-up-Vereinbarungen.	744
i) Crown Jewels Defense.	745

j) Pac Man Defense.	745
II. Europäische Regeln	745
1. Entscheidung der Zielgesellschaft über eine Anwendung europäischer Regeln	745
2. Vorbehalt der Gegenseitigkeit	746
3. Bewertung	747
Verzeichnis der Rechtsquellen (Ländersortierung)	749
Übersicht zu den im Buch behandelten Aufsichts- und Gerichtsentscheidungen	754
Sachverzeichnis	757