



# TU INVESTMENT CLUB

**What we offer**

Experience,  
Skills  
& Network



# **INVESTING**

**Investment Fund:  
Equities, Fixed Income & Alternatives**

# **ORGANIZATIONAL**

**Marketing, HR, Legal & Finance,  
IT, Key Account Management**

# UPCOMING WORKSHOPS

**Goldman Sachs, 27<sup>th</sup> Oct**

**Goldman  
Sachs**

Deadline: 23<sup>rd</sup> October

**Rothschild, 4<sup>th</sup> Nov**



**Rothschild**

Deadline: 27<sup>th</sup> October

**24<sup>th</sup>**

**25<sup>th</sup>**

**26<sup>th</sup>**

**OCTOBER OCTOBER OCTOBER**

**TUM Garching**  
**MI HS3, 19:00 h**



**LMU**  
**M010, 19:00 h**



**TUM Innenstadt**  
**Room 0544, 19:00 h**



**Apply now!** [tuinvest.de/join](https://tuinvest.de/join)

**Deadline: 29<sup>th</sup> October**

# Woche 1: Einführung in das Rechtsgebiet

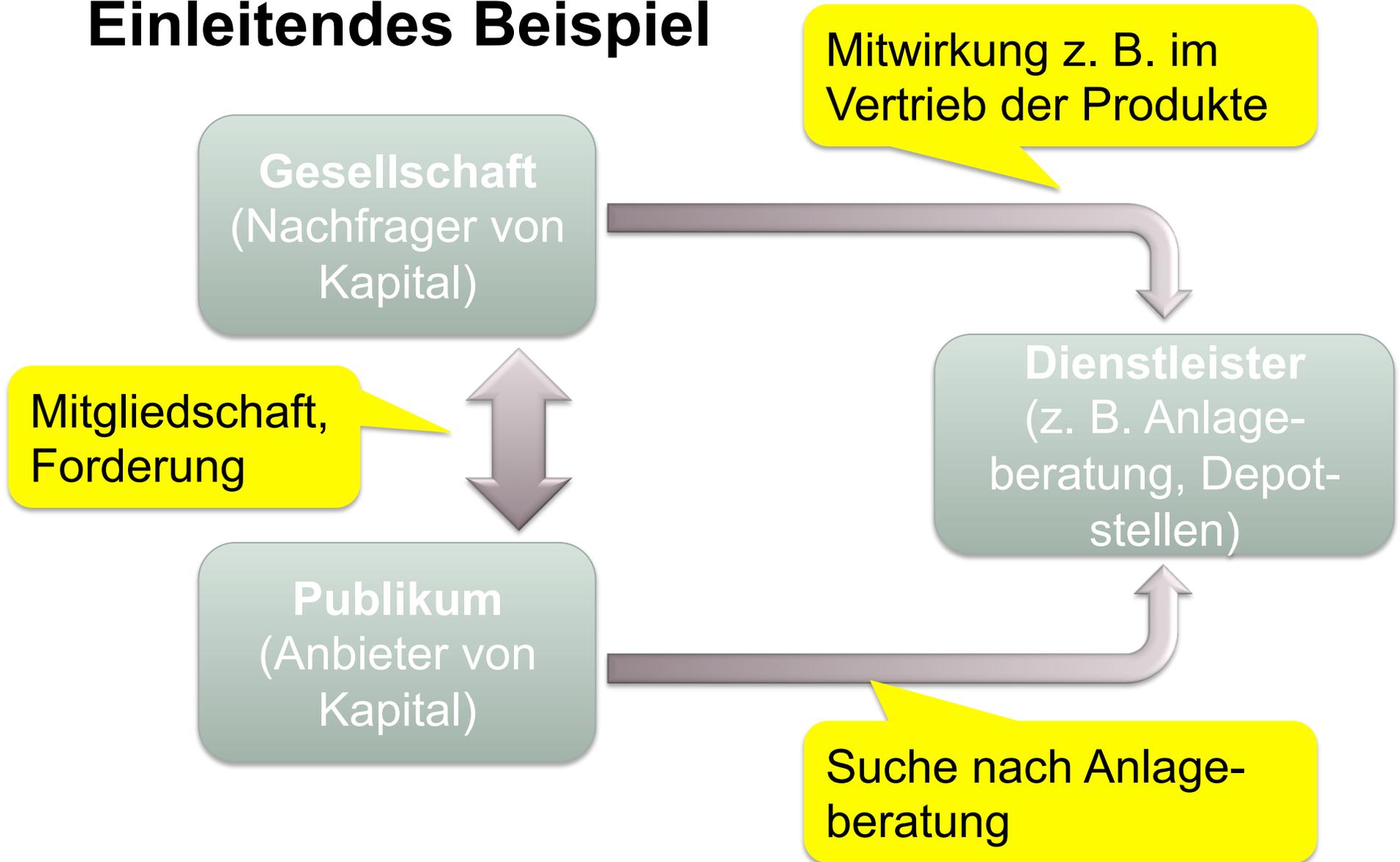
21. Oktober 2016



# Einleitendes Beispiel

- Die deutsche **GmbH X** will auf den U.S.-amerikanischen Markt expandieren.
- Hierfür bedarf es **beträchtlicher Investitionen** (Niederlassung in NYC, US-Kanzlei, Consulting etc.)
- Wie können die Mittel aufgebracht werden?
  - Gewinne aus dem operativen Geschäft?
  - Bankkredit? Sicherheiten?
  - Kapitalerhöhung, d. h. Einlagen der Gesellschafter?
  - Umwandlung der GmbH in eine AG und Nachfrage von Eigen-/Fremdkapital am Kapitalmarkt

# Einleitendes Beispiel



# Gliederung der heutigen Veranstaltung

- I. Kapitalmarkt und Recht
- II. Ziele und Grundannahmen
- III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts



# I. Kapitalmarkt und Recht

## 1. Begriff des Kapitalmarkts

- Kapitalmarkt ist *ein* Finanzmarkt.
- Auf **Finanzmärkten** (Gegenteil: Gütermärkte) treffen sich Angebot und Nachfrage nach **Geld** und **geldwerten Finanzinstrumenten**.
- Neben dem Kapitalmarkt existieren weitere Finanzmärkte:
  - Geldmarkt,
  - Devisenmarkt und
  - Terminmarkt.

# Exkurs: weitere Finanzmärkte

## 1. Geldmarkt

Anhaltspunkt ist § 2 Abs. 1a WpHG (Geldmarktinstrumente):

### (1) Sog. Geldmarktgeschäfte

- Einlagen, die die Kreditinstitute selbst nicht verwenden, können sie bei der EZB einlegen.
- Diese sog. **Festgelder** werden von der EZB nicht verzinst.
- „Ausleihung“ der Festgelder der Kreditinstitute untereinander sowie an die EZB.

### (2) Geldmarktpapiere

- Papiere, die sich wegen ihrer **kurzen Laufzeit** nicht für den Kapitalmarkt eignen (ca. 3, 6, 12, 24 Monate).
- Ausgegeben von öff. Körperschaften (z. B. Schatzanweisungen) oder von privaten Unternehmen (sog. **Commercial Paper**)

# Exkurs: weitere Finanzmärkte

## 1. Geldmarkt

Anhaltspunkt ist § 2 Abs. 1a WpHG (Geldmarkt)

### (1) Sog. Geldmarktpapiere

- Einlagen, die die Kreditinstitute bei der EZB einlegen können sie bei der EZB einlegen.
- Diese sog. **Festgelder** werden von der EZB nicht verzinst.
- „Ausleihung“ der Festgelder der Kreditinstitute untereinander sowie an die EZB.

### (2) Geldmarktpapiere

- Papiere, die sich wegen ihrer **kurzen Laufzeit** nicht für den Kapitalmarkt eignen (ca. 3, 6, 12, 24 Monate).
- Ausgegeben von öff. Körperschaften (z. B. Schatzanweisungen) oder von privaten Unternehmen (sog. **Commercial Paper**)

Akteure am Geldmarkt sind ausschließlich Banken und institutionelle Anleger.

# Exkurs: weitere Finanzmärkte

## 2. Devisenmarkt

- **Devisen i.e.S.** sind Ansprüche auf Zahlung in fremder Währung (z. B. Yen) an einem ausländischen Platz im Heimatland der Währung (z. B. Tokyo).
- **Devisen i.w.S.** sind wertpapiermäßig verbrieft (z. B. Scheck, Wechsel) Zahlungsansprüche, die auf eine ausländische Währung lauten und an einem Platz im Heimatland der Währung zu erfüllen sind.
- Devisen werden für den **grenzüberschreitenden Handel** benötigt.
- Handel findet über **Kreditinstitute** statt, die sich die Devisen am Markt beschaffen und an ihre Kunden verkaufen.

# Exkurs: weitere Finanzmärkte

## 3. Terminmarkt

- Am **Kapitalmarkt** werden **wertpapierbezogene Umsatzgeschäfte** getätigt, die nach den Usancen innerhalb von zwei Tagen zu erfüllen sind (sog. Platzgeschäfte).
- Am **Terminmarkt** geschlossene Geschäfte ...
  - sind erst zu einem in der **Zukunft** liegenden Zeitpunkt zu erfüllen und
  - haben **nicht notwendig** ein **Wertpapier** zum Gegenstand.
- Diese Produkte bezeichnet **§ 2 Abs. 2 WpHG** als **Derivate**.

# Exkurs: weitere Finanzmärkte

## Wie funktioniert ein Derivat im Grundsatz?

- Ein Derivat ist eine **Option**, d. h. eine Wahlmöglichkeit.
- Der Preis des Derivats wird als **Optionspreis** bezeichnet.
- Die Option berechtigt den Inhaber bei Eintritt eines vertraglich bestimmten Ereignisses ...
  - die Lieferung eines Basiswertes zu verlangen (sog. **Kaufoption**, *call option*) oder
  - die Abnahme eines Basiswertes zu verlangen (sog. **Verkaufsoption**, *put option*).
- Als **Basiswert** (*underlying*) kommen nicht nur Wertpapiere, sondern sämtliche Wirtschaftsgüter (z. B. Rohstoffe) in Betracht.





# I. Kapitalmarkt und Recht

## 1. Begriff des Kapitalmarkts

### Produktbezogene Definition des Kapitalmarkts:

- Kapitalmarkt **i.e.S.**: Markt für Finanzinstrumente i.S.d. § 2 Abs. 2b WpHG
  - Bsp.: Aktien, Schuldverschreibungen etc.
- Kapitalmarkt **i.w.S.**: umfasst auch den sog. **grauen Finanzmarkt**, d. h. Produkte, die nicht verbrieft werden und folglich nicht nach §§ 929 ff. BGB übertragen werden können.
  - Bsp.: Fondsanteile

# I. Kapitalmarkt und Recht

## 1. Begriff des Kapitalmarkts

**Handelsbezogene Definition** des Kapitalmarkts, d. h. Unterscheidung danach, **wie** und **wo** die Produkte gehandelt werden.

- **Organisierter Markt** i.S.d. **§ 2 Abs. 5 WpHG**:
  - multilaterales System („Börse“) mit dem Ziel von Verkauf/Kauf von Finanzinstrumenten
  - staatlich genehmigt, geregelt und überwacht
  - Zulassung der Finanzinstrumente
- Ansonsten: **sog. nicht organisierter Markt**

# **I. Kapitalmarkt und Recht**

## **2. Recht des Kapitalmarkts**

Möglich ist die **chronologische Gliederung** in drei Bereiche:

- a) Markteintrittsrecht**
- b) Marktverhaltensrecht**
- c) Marktaustrittsrecht**

# I. Kapitalmarkt und Recht

## a) Markteintrittsrecht

Umfasst insbesondere:

- Zulassung von **Emittenten** zum Kapitalmarkt
  - **Emittent** ist der Rechtsträger, der ein Finanzinstrument herausgibt.
  - Bsp.: bei Aktien die AG, bei Schuldtiteln der Schuldner
- Zulassung von **Finanzinstrumenten** zum Kapitalmarkt (sog. **Primärmarkt**)

# I. Kapitalmarkt und Recht

## a) Markteintrittsrecht

Umfasst insbesondere:

- Zulassung von **Emittenten** zum Kapitalmarkt

➤ **Emittenten** sind insbesondere:

- Börsenzulassung
- Wertpapierprospekt: Erstellung und Haftung für unrichtige Angaben
- Haftung der sog. Finanzintermediäre

- Zulassung aufgrund fehlerhafter Anlageberatung
- Kapitalmarkt (sog. **Primarmarkt**)

# I. Kapitalmarkt und Recht

## b) Marktverhaltensrecht

Wesentliche Regelungsmaterien sind:

- **Verhaltenspflichten des Emittenten** (bzw. seiner Organe), während seine Finanzinstrumente am Kapitalmarkt gehandelt werden (sog. **Sekundärmarkt**)
- **Rechte der Anleger** bei Verletzung der Verhaltenspflichten durch die Emittenten

# I. Kapitalmarkt und Recht

## c) Marktaustrittsrecht

Regelungsmaterie sind die Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem Rückzug eines Emittenten von der Börse (sog. **Delisting**). Unter anderem:

- Vorgaben der jeweiligen BörsenO?
- Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen?
- Auswirkung auf die Rechtsstellung der Aktionäre?  
Entschädigung?

# I. Kapitalmarkt und Recht

## 2. Recht des Kapitalmarkts

Alternativ ist die **Gliederung** nach dem **Normadressat** möglich:

- a) **an die Träger der Kapitalmärkte**, insbesondere die Träger der Börsen
- b) **an diejenigen, die kapitalmarktbezogene Dienstleistungen erbringen**
  - **Bsp.:** Emissionsbanken, Depotbanken, Anlageberater
- c) **an die Marktteilnehmer**
  - **Bsp.:** Emittenten, Anleger, potentielle Anleger

# 1. Kapitalmarkt und Recht

## 2. Recht des Kapitalmarkts

Versuch einer umfassenden Definition:

*Kapitalmarktrecht ist die Gesamtheit der Gesetzesbestimmungen, Geschäftsbedingungen und anerkannten Standards („Usancen“), die die Organisation des Kapitalmarkts, die marktbezogenen Dienstleistungen sowie die marktbezogenen Verhaltenspflichten regeln.*

# I. Kapitalmarkt und Recht

## 2. Recht des Kapitalmarkts

Kapitalmarktrecht als **Mischdisziplin**:

- Elemente des **öffentlichen Rechts** (z. B. Markt-  
zulassung, Verhaltenspflichten), des **Privatrechts**  
(z. B. Informationshaftung) und des **Strafrechts**  
(z. B. § 38 I Nr. 1 WpHG)
- Elemente des **Gesellschaftsrechts** (z. B. § 221  
AktG) sowie des privaten und öffentlich-rechtlichen  
**Bankrechts** (z. B. Anlageberatung)

# I. Kapitalmarkt und Recht

## 2. Recht des Kapitalmarkts

Kapitalmarktrecht als **Mischdisziplin**:

- Elemente des **öffentlichen Rechts** (z. B. Markt-  
zulassung, Verhaltenspflichten) und des **Privatrechts**  
(z. B. Informationshaftung) sowie des **Strafrechts**

**Abgrenzung** notwendig, da ...

- öffentlich-rechtliche Normen **zwingend** sind § 221  
und öffentlichen
- **Gebühren** und **Abgaben** nur aufgrund  
öffentlich-rechtlicher Normen erhoben  
werden dürfen.

Abgrenzung mittels sog. **Interessentheorie**.

## II. Ziele und Grundannahmen

### 1. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts

Im Wesentlichen **zwei Ziele**:

- (1) Wahrung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes
- (2) Schutz der Anleger

Es bestehen erhebliche **Interdependenzen**:

- Ein guter Anlegerschutz begünstigt die Teilnahme am Kapitalmarkt, erhöht also die Zahl der Anleger.
- Je größer die Zahl der Anleger, desto größer ist die Liquidität des (Primär- und Sekundär-)Marktes.

## II. Ziele und Grundannahmen

### 1. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts

Im Wesentlichen **zwei Ziele**:

- (1) Wahrung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes
- (2) Schutz der Anleger

Es bestehen

- Ein gut funktionierender Kapitalmarkt ist Voraussetzung für die Liquidität des (Primär- und Sekundär-)Marktes.
- Je größer die Liquidität des (Primär- und Sekundär-)Marktes, desto besser ist die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

**Frage:** Welche Umstände gefährden die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, welche erfordern einen Anlegerschutz?

# II. Ziele und Grundannahmen

## 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Volkswirtschaftliche Bedeutungen der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts:

- (1) Kapitalmarktfähige Unternehmen** decken ihren Finanzbedarf z. T. über den Kapitalmarkt
- (2) Öffentliche Haushalte** finanzieren sich – neben Steuern – über den Kapitalmarkt
- (3) Möglichkeit der privaten Altersversorgung** als Ergänzung zur gesetzlichen Rentenversicherung

## II. Ziele und Grundannahmen

### 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Zu unterscheiden sind 4 Arten der Funktionsfähigkeit:

#### (1) Institutionelle Funktionsfähigkeit:

- Grundvoraussetzungen für einen wirksamen Marktmechanismus sind u. a.:
  - **Marktzugang** für Emittenten und Anleger
  - Einfache **Übertragbarkeit** der Produkte
  - **Liquidität des Marktes**, d. h. Markt kann große Zahl von Produkten aufnehmen

## II. Ziele und Grundannahmen

### 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Zu untersuchen ist, wie sich 4 Arten der Funktionsfähigkeit:

#### (1) Institutionen

Wird durch das zivilrechtliche  
**Wertpapierrecht** ermöglicht.

- Grundvoraussetzungen für einen wirksamen Marktmechanismus sind u. a.:
  - **Marktzugang** für Emittenten und Anleger
  - Einfache **Übertragbarkeit** der Produkte
  - **Liquidität des Marktes**, d. h. Markt kann große Zahl von Produkten aufnehmen

# Exkurs: Wertpapierrecht

Erleichterte Übertragbarkeit aufgrund der **Verbriefung**.

➤ Siehe insbesondere die **§§ 793 ff. BGB**:

(1) Das Recht wird in einem Wertpapier „**verkörpert**“.

- Übertragung des Wertpapiers nach § 929 S. 1 BGB (anstelle von § 398 S. 1 BGB).
- „Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier.“
- Unterschied: Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs (**§§ 932 I 1, 935 II BGB**) auch des verbrieften Rechts.

(2) Begrenzung der Einwendungen durch **§ 796 BGB**

# II. Ziele und Grundannahmen

## 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

### (2) Operationelle Funktionsfähigkeit:

- Verspricht die Marktteilnahme eine **Rendite**?
- Gefahr durch **Kosten** der Marktteilnahme:
  - **Bsp.** auf Seiten des **Emittenten**: Gebühr für die Marktzulassung, Kosten für die Erstellung des Wertpapierprospekts, Kosten für Pflichtveröffentlichungen
  - **Bsp.** auf Seiten der **Anleger**: Depotgebühren, Vermittlungsgebühr an Börsenmakler

# II. Ziele und Grundannahmen

## 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

### (3) Allokative Funktionsfähigkeit

- **Ziel:** Herstellung der *höchstmöglichen Allokationseffizienz* des anlagefähigen Kapitals, d. h.:
  - **Kapital** fließt dorthin, wo es am dringendsten benötigt wird, die höchste Rendite und ausreichende Sicherheit verspricht (Primärmarkt).
  - Jeder **Anleger** sucht die für *seine* Anlageziele *beste* Investitionsmöglichkeit (Primär- und Sekundärmarkt).

# II. Ziele und Grundannahmen

## 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

### (4) Informationelle Funktionsfähigkeit

Der Preis eines Produkts am Sekundärmarkt wird insbesondere durch **Informationen** bestimmt,

z. B.:

- **Aktien:** Absatzzahlen, Expansion, Bilanzen, Patente etc.
- **Schuldverschreibungen:** alle Umstände, die die Bonität des Emittenten stärken oder schwächen, z. B. evtl. zu zahlende Bußgelder, Absatzzahlen

# II. Ziele und Grundannahmen

## 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

### (4) Informationelle Funktionsfähigkeit

#### Welche Informationen sind preisbildend?

➤ Empirische Frage, **drei Antworten:**

- (1) Alle verfügbaren Informationen, d. h. Preis entspricht stets dem „inneren“ Wert des Produkts.
- (2) Alle öffentlich zugänglichen Informationen (z. B. Jahresabschlüsse); je mehr Informationen veröffentlicht sind, desto näher ist der Preis am „inneren“ Wert.
- (3) Vergangenheit ist ohne Relevanz.

# II. Ziele und Grundannahmen

## 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

### (4) Informationelle Funktionsfähigkeit

Welche Informationsarten sind preisbildend?

➤ Empirische Studien liefern drei Antworten:

- (1) A Ein **Ziel** des Kapitalmarktrechts ist die Beseitigung von Informations-  
e ineffizienzen, d. h. die Herstellung  
F ineffizienzen, d. h. die Herstellung
- (2) A der *größtmöglichen Informations-*  
e **effizienz.**  
(2) en
- (2) Informationen veröffentlicht sind, desto  
näher ist der Preis am „inneren“ Wert.
- (3) Vergangenheit ist ohne Relevanz.

# **II. Ziele und Grundannahmen**

## **2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts**

### **(1) Institutionelle Funktionsfähigkeit**

- Grundvoraussetzungen

### **(2) Operationelle Funktionsfähigkeit**

### **(3) Allokative Funktionsfähigkeit**

### **(4) Informationelle Funktionsfähigkeit**

## II. Ziele und Grundannahmen

### 2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

#### (1) Institutionelle Funktionsfähigkeit

- Grundvoraussetzungen

#### (2) Operationelle Funktionsfähigkeit

#### (3) Allokative Funktionsfähigkeit

#### (4) Informationelle Funktionsfähigkeit

**Vertrauen der Anleger in  
Transparenz, Stabilität und  
Integrität des Marktes  
begünstigt die opera-  
tionelle Funktionsfähigkeit.**

## II. Ziele und Grundannahmen

Geringer operationeller Aufwand fördert die Allokationseffizienz

Vertrauen der Anleger in Transparenz, Stabilität und Integrität des Marktes begünstigt die operationelle Funktionsfähigkeit.

➤ Grundvoraussetzungen

(2) Operationelle Funktionsfähigkeit

(3) Allokative Funktionsfähigkeit

(4) Informationelle Funktionsfähigkeit

## II. Ziele und Grundannahmen

Geringer operationeller Aufwand fördert die Allokationseffizienz

**Vertrauen der Anleger** in Transparenz, Stabilität und Integrität des Marktes begünstigt die operationelle Funktionsfähigkeit.

➤ Grundvoraussetzungen

(2) Operationelle Funktionsfähigkeit

(3) Allokative Funktionsfähigkeit

Informationseffizienz ist **Voraussetzung** für Allokationseffizienz

(4) Informationelle Funktionsfähigkeit

## II. Ziele und Grundannahmen

### 3. Schutz der Anleger

Zu unterscheiden sind:

#### a) Institutioneller Anlegerschutz

- Schutz (nur) der **Gesamtheit der Anleger**, einschließlich der bloß potentiellen Anleger (sog. Publikum)
- **Interdependenzen** mit Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes: Anlegerschutz begünstigt u. a. operationelle Funktionsfähigkeit; Informationseffizienz bewirkt (präventiven) Anlegerschutz.

## II. Ziele und Grundannahmen

### 3. Schutz der Anleger

Zu unterscheiden sind:

#### b) Individueller Anlegerschutz

- Individualschutz muss von der Vorschrift intendiert sein (**Auslegung**).
- Nur diese Bestimmungen sind Schutzgesetze i.S.d. **§ 823 II BGB** (str. z. B. für die §§ 31 ff. WpHG).

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

- Kapitalmarktrecht als junge Disziplin
- **Bis Mitte der 1990er** waren kapitalmarktrechtliche Fragestellungen im Aktienrecht, Bank- und Börsenrecht sowie im BGB (Anlegerschutz) geregelt.
- Erstes Gesetz mit Kapitalmarktbezug: **BörsG (1896)**
- Am **1.1.1995** trat das **WpHG** in Kraft; es gilt als das „Grundgesetz“ des Kapitalmarktrechts.
- Bis heute **keine geschlossene Kodifikation** („Kapitalmarktgesetzbuch“); Vorschriften auf verschiedene Regelungswerke verteilt

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

Kapitalmarktrecht als **Mehr-Ebenen-System**:

1. **Europäische Rechtsetzung**
2. **Nationale Gesetze**
3. **Sonstige Bestimmungen**

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

- Das **Ziel des AEUV** (Herstellung eines gemeinsamen Binnenmarktes) gilt auch für Instrumente und sonstige Anlageprodukte.
- Im Fokus standen ursprünglich **Aktien**, weshalb das Aktienrecht (voll-)harmonisiert werden sollte.
- Aber: Die Verabschiedung der fünften gesellschaftsrechtlichen RiL (sog. **Struktur-RiL**) scheiterte.

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

- Reaktion der EU-Kommission: Harmonisierung des Kapitalmarktrechts; sog. **Financial Services Action Plan (FSAP)** aus dem Jahr 1999
- Ziele des FSAP waren:
  - (1) Schaffung eines **integrierten** europäischen Kapitalmarkts und
  - (2) erhöhter **Anlegerschutz**

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

- Mittel zur Umsetzung des FSAP war das **Sekundärrecht**, namentlich RiL und VO
- Verzögerungen im Rechtssetzungsverfahren
- Einführung des sog. **Lamfalussy-Verfahrens**  
*Hinweis: Lamfalussy war Vorsitzender der Weisen-Gruppe zur Regulierung des Europäischen Wertpapiermarkts.*
- Lamfalussy-Verfahren soll bis heute gewährleisten, dass rechtliche Rahmenbedingungen **schneller** an aktuelle Entwicklungen angepasst werden können.

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtsetzung

**Lamfalussy-Verfahren** besteht aus **4 Stufen**:

- (1) Rahmen-RiL und Grundsatz-VO (sog. **Grundsatzakte**) werden vom Rat und der EU-Parlament verabschiedet.
- (2) Technische **Einzelheiten** werden in Durchführungs-RiL bzw. -VO von der EU Kommission nach Anhörung der Marktteilnehmer in Abstimmung mit dem ESC (European Securities Committee) und der ESMA (European Securities and Markets Authority) festgelegt (sog. **Sekundärgesetzgebung**).

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

**Lamfalussy-Verfahren** besteht aus **4 Stufen**:

(3) ESC und ESMA erarbeiten in Kooperation mit den nationalen Aufsichtsbehörden (in Deutschland: BaFin) **Standards für einheitliche Umsetzung** in sämtlichen Mitgliedstaaten.

(4) Die EU-Kommission **überprüft** die Umsetzung in den Mitgliedstaaten. Zu diesem Zweck besteht eine **Berichtspflicht** der Mitgliedstaaten an die EU-Kommission.

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

Unter Anwendung des Lamfalussy-Verfahrens sind als **Sekundärgesetzgebung** (Stufe 2) u. a. entstanden:

- Marktmissbrauchs-RiL (2003/6/EG)
- Prospekt-RiL (urspr. 2003/71/EG)
- Prospekt-VO (urspr. VO (EG) 809/2004)
- MiFID (Markets in Financial Instruments Directive, urspr. 2004/39/EG)
- Übernahme-RiL (2004/25/EG)
- Transparenz-RiL (urspr. 2004/109/EG)

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

Unter Anwendung des Lamfalussy-Verfahrens sind als **Sekundärgesetzgebung** (Stufe 2) u. a. entstanden:

- Marktmissbrauchs-RiL (2003/6/EG)
- Prospekt-RiL (urspr. 2003/71/EG)
- Prospekt-RiL (VO (EG) 809/2004)
- MiFID (Marktführer-Richtlinie, Directive, urspr. 2004/39/EG)
- Marktmissbrauchs-VO (VO (EU) 596/2014), die seit dem 3.7.2016 unmittelbar gilt.
- Transparenz-RiL (urspr. 2004/109/EG)

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

- FSAP (1999) ist abgearbeitet.
- Seit 2008 Maßnahmen zur **Stabilisierung der Finanzmärkte**. Regulierung betrifft u. a.:
  - Ratingagenturen (VO (EG) 1060/2009)
  - Hedgefonds (Alternative Investment Funds Manager Directive (AIFM), 2011/61/EG),
  - Leerverkäufe (VO (EG) 236/2012)
  - OTC-Derivate (*European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), VO (EU) 648/2012)

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 1. Europäische Rechtssetzung

- FSAP (1999) ist abgearbeitet.
- Seit 2009 Maßnahmen zur Stabilisierung der

Am 30.9.2015 hat die EU-Kommission den **Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion** verabschiedet.

Dieser ist abrufbar unter:

[http://ec.europa.eu/finance/capital-market-union/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/finance/capital-market-union/index_de.htm)

Infrastructure Regulation (EU/VO (EU) 648/2012)

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 2. Nationale Gesetze

Die Vielzahl nationaler Gesetze kann wie folgt **thematisch** geordnet werden:

- a) Wertpapierhandelsrecht
- b) Börsenrecht
- c) Wertpapierprospektrecht
- d) Investmentrecht
- e) Besonderes Verfahrensrecht

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## a) Wertpapierhandelsrecht

Das **WpHG** ist das „Grundgesetz“ des Kapitalmarktrechts. Es enthält u. a.:

- Kapitalmarktaufsicht (§§ 4 f. WpHG)
- Mittelungs- und Veröffentlichungspflichten bei der Veränderung von Stimmrechtsanteilen (§§ 21 ff. WpHG)
- Verbot von Insidergeschäften (§§ 12 ff. WpHG a. F.)
- Ad hoc-Publizität (§ 15 WpHG a. F.)
- Verbot der Kurs- und Marktmanipulation (§ 20a WpHG a. F.)

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## a) Wertpapierhandelsrecht

Das **WpHG** ist das zentrale Gesetz für den  
Kapitalmarkt

- Kapitalmarkt
- Mittelungs-  
Veränderung von  
WpHG)
- Verbot von Insidergeschäften (§§ 12 ff. WpHG a. F.)
- Ad hoc-Publizität (§ 15 WpHG a. F.)
- Verbot der Kurs- und Marktmanipulation (§ 20a WpHG a. F.)

An ihre Stelle sind mWv 3.7.2016  
die Vorschriften der **Art. 7 ff.**  
**Marktmissbrauchs-VO**  
(VO (EU) 596/2014) getreten.

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## b) Börsenrecht

Das Börsenrecht ist auf mehrere Regelwerke verteilt:

- **BörsG** → nur **Börse als Veranstaltung**  
(teilrechtsfähige Anstalt öffentlichen Rechts, § 2 I BörsG), insbesondere Organisation, Zulassung von Handelsteilnehmern und Wirtschaftsgütern, Ermittlung des Börsenpreises (§ 1 I BörsG)
  - Davon zu unterscheiden ist der **Träger der Börse** (z. B. Deutsche Börse AG).
- **BörsZulV** → Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt
- **Börsenordnungen** der jeweiligen Börsen

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## c) Wertpapierprospektrecht

Geregelt im **WpPG** und der **ProspektVO**.

- Zum Zweck der **Anlegerinformation** hat der Emittent einen Wertpapierprospekt zu erstellen.
- Den **Inhalt** des Prospekts regeln §§ 5 ff. WpPG i.V.m. ProspektVO.
- **BaFin** prüft und billigt den Prospekt, § 13 WpPG.
- Gebilligter Prospekt ist **Voraussetzung** für das öffentliche Angebot der Wertpapiere, § 3 I WpPG

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## c) Wertpapierprospektrecht

Geregelt im **WpPG** und der **ProspektVO**.

- Zum Zweck der **Anlegerinformation** hat der Emittent einen Wertpapierprospekt zu erstellen.

- Den Inhalt des Prospekts regelt das **WpPG** i.V.m. F.

- **BaFin** hat den Entwurf einer Neufassung der ProspektVO in **COM(2015)**

- Gebilligt durch den Rat am **583 final**. Soll die Prospekt-RiL und die ProspektVO a. F. in einem Regelwerk vereinen.

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## d) Investmentrecht

- Gegenstand sind (Investment-)Fonds
- Zu unterscheiden sind **drei Arten von Fonds**:
  - (1) Das am 22.7.2013 in Kraft getretene **KAGB** ist als im Wesentlichen **umfassende Kodifikation** konzipiert.
  - (2) Ausgenommen vom KAGB sind:
    - Sog. **operativ tätige Fonds**, § 1 I 1 KAGB,
    - **REITs** (*Real Estate Investment Trust*). Sie sind – aus Gründen der steuerlichen Privilegierung – im **REIT-Gesetz** geregelt.

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## d) Investmentrecht

Der Anwendungsbereich des KAGB umfasst grds. alle Investmentvermögen i.S.d. **§ 1 I 1 KAGB**, u. a.:

- Organismen für die gemeinsame Anlage in **Wertpapieren** (sog. **OGAW**, § 1 II KAGB)
- Alternative Investmentfonds (sog. **AIF**, § 1 III KAGB, z. B. **Immobilienfonds**)

Unterschieden wird zwischen **offenen Investmentvermögen** (§ 1 IV KAGB) und **geschlossenen AIFs** (§ 1 V KAGB):

- Ist die Anzahl der Anteile begrenzt?
- Jederzeitige Rückgabe der Anteile an die Investmentgesellschaft zum aktuellen Rücknahmepreis möglich?

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## d) Investmentrecht

Das **KAGB** enthält u. a. Regelungen über:

- innere Organisation der Fonds (§§ 26 ff. KAGB)
- besondere Bestimmungen über mögliche Rechtsträger (z. B. Investment-AG, Investment-KG), §§ 139 ff. KAGB
- Verwahrung der Anteile (§§ 68 ff. KAGB)
- Vertrieb und Erwerb von Anteilen am Investmentvermögen (§§ 293 ff. KAGB)

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## d) Investmentrecht

- Dem KAGB unterfallen u. a. keine Fonds, die ein **„operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“** betreiben, siehe § 1 I 1 KAGB.
- **Bsp.:** Betrieb eines Seniorenheims, sog. Time-Charter-Modell bei Schiffsfonds
- Es handelt sich um „gewöhnliche“ Anteile an einer Publikumsgesellschaft in der Rechtsform einer **Personengesellschaft** (z. B. GbR, KG, GmbH & Co. KG).

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## d) Invest

- Dem „op
- **Fin**
- **Bsp**  
Char
- Es handelt sich um „gewöhnliche“ Anteile an einer Publikumsgesellschaft in der Rechtsform einer **Personengesellschaft** (z. B. GbR, KG, GmbH & Co. KG).

### Wie läuft der Handel ab?

- Fondsanteile können **nicht an Börsen** gehandelt werden
- Übertragung erfolgt nach gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen am sog. **grauen Kapitalmarkt**

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## e) Besonderes Verfahrensrecht

- Dem deutschen Zivilverfahrensrecht sind **Sammel- und Musterverfahren** grds. fremd.
- Ausnahme: Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (**KapMuG**)
- Sog. **temporäres Gesetz**, siehe § 28 KapMuG
- Ziel ist **Musterentscheid** (§ 16 KapMuG) mit Wirkung für und gegen alle Beteiligten
- Aber: **kein vollstreckbarer Titel**, sondern Entscheidung über sog. **Feststellungsziele** i.S.d. § 2 I 1 KapMuG
- **Individualklage** weiterhin notwendig, vgl. § 8 KapMuG

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 3. Sonstige Bestimmungen

Sämtliche Bestimmungen mit Kapitalmarktbezug, die **keine formelle Gesetzesqualität** aufweisen:

a) **Börsenusancen**

b) **Geschäftsbedingungen**

c) **Kapitalmarktrechtliche Standards**

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 3. Sonstige Bestimmungen

### a) Börsenusancen

- „Bedingungen für Geschäfte an deutschen Wertpapierbörsen“
- Erlassen von den **Börsen** in der Eigenschaft als teilrechtsfähige **Anstalt öffentlichen Recht** (§ 2 I BörsG)
- Wirkung unter den Handelsteilnehmern
- Keine AGB i.S.d. § 305 I BGB
- Aber: **Handelsbräuche** i.S.d. § 346 HGB

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 3. Sonstige Bestimmungen

### b) Geschäftsbedingungen

- Insbesondere „Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte“
- Inhalt: Regelungen über Dienstleistungen im Effekten- und Depotgeschäft
- Werden von Kreditinstituten ggü. Kunden gestellt
- Unterliegen als **AGB** der Inhaltskontrolle (§§ 307 ff. BGB)

# III. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

## 3. Sonstige Bestimmungen

### c) Kapitalmarktrechtliche Standards

Enthalten Vorgaben, an denen sich die Praxis orientieren soll. Beispiele:

- Grundsätze über die Zuteilung von Aktien an Privatanleger, veröffentlicht von der Börsensachverständigenkommission im BMF
- Emittentenleitfaden der BaFin
- Empfehlungen der ESMA zur ProspektVO
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)

# Literaturhinweise zur Vertiefung:

- *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2014, §§ 1, 2
- *Grunewald/Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2014, § 1
- *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2015, § 1
- *EU-Kommission*, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union\(index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union(index_de.htm)



LUDWIG-  
MAXIMILIANS-  
UNIVERSITÄT  
MÜNCHEN

PD Dr. Timo Fest, LL.M. (Pennsylvania)  
Börsen- und Kapitalmarktrecht

**Vielen Dank für Ihre  
Aufmerksamkeit!**

[timo.fest@jura.uni-muenchen.de](mailto:timo.fest@jura.uni-muenchen.de)

