

# Kapitalmarktrecht

## – Eine Einführung –

Von

Prof. Dr. Siegfried Kümpel

3., neu bearbeitete und wesentlich erweiterte Auflage

---

ERICH SCHMIDT VERLAG

## **Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek**

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über *<http://dnb.ddb.de>* abrufbar.

1. Auflage 1995
2. Auflage 2000
3. Auflage 2004

**ISBN 3 503 07899 1**

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., Berlin 2004

[www.ESV.info](http://www.ESV.info)

Dieses Papier erfüllt die Frankfurter Forderungen der Deutschen Bibliothek und der Gesellschaft für das Buch bezüglich der Alterungsbeständigkeit und entspricht sowohl den strengen Bestimmungen der US Norm Ansi/Niso Z 39.48-1992 als auch der ISO Norm 9706.

Satz: multitext, Berlin

Druck: Bitter, Recklinghausen

## Vorwort

Das für eine Einführung schnelle Aufeinanderfolgen dreier Auflagen in einem Zeitraum von knapp 10 Jahren lässt die dynamische Entwicklung erkennen, die das Kapitalmarktrecht als ein verhältnismäßig junges Rechtsgebiet genommen hat, dessen Eigenständigkeit gegenüber dem inzwischen hochentwickelten Bankrecht heute allgemein anerkannt ist. Ausgelöst wurde dies vor allem durch den Aktionsplan der Europäischen Kommission für Finanzdienstleistungen vom 11. Mai 1999, der eine weitgehende Harmonisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen eines europäischen Kapitalmarktes bis zum Jahre 2005 vorsieht. Die Einhaltung dieses ehrgeizigen Zeitplanes wird wesentlich durch das Komitologieverfahren ermöglicht, wie es der vom Europäischen Rat eingesetzte „Ausschuss der Weisen“ unter Vorsitz von Baron Lamfalussy für die Vereinheitlichung des Kapitalmarktrechts vorgeschlagen hat. Bei diesem beschleunigten europäischen Gesetzgebungsverfahren werden die sehr allgemein gehaltenen Rahmenrichtlinien des Europäischen Rates durch die Kommission möglichst kurzfristig mit operativen Bestimmungen ausgefüllt.

Bei der Aktualisierung des Kapitalmarktrechts stand im Mittelpunkt das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 1. Juli 2002. Die zahlreichen Änderungen des Börsenrechts geboten eine Abgrenzung des Börsenhandels von den außerbörslichen Handelssystemen, insbesondere der neuen „Internalisierungs“-systeme großer Investmentbanken. Hierzu empfahl sich auch die eingehende Darstellung eines neu entwickelten Begriffes der Wertpapierbörse.

Bei den zahlreichen neuen Einfügungen, die die Seitenzahl von 132 auf 237 anschwellen ließen, handelt es sich insbesondere um eine Darstellung der wachsenden Vielfalt kapitalmarktbezogener Standards ohne normative Kraft (sog. soft law). Hierbei waren auch die neuen Grundsätze zur effizienten Leitung und verantwortlichen Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften (Corporate Governance) mit zu berücksichtigen.

Neu eingefügt wurde ein Kapitel über die europäische Rechtsvereinheitlichung. Sie wird insbesondere stark gefördert durch die Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 28. Januar 2003 [abrufbar unter [http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l\\_096/l\\_09620030412de00160025.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_096/l_09620030412de00160025.pdf)] und die erst jüngst veröffentlichte Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente vom 21. April 2004 (Neufassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie) [abrufbar unter [http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2004/l\\_145/l\\_14520040430de00010044.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430de00010044.pdf)].

Einer grundlegenden Überarbeitung bedurfte vor allem auch das Investmentgeschäft der Kapitalanlagegesellschaften sowie die Wertpapierleihe und das hiermit eng verwandte Repogeschäft.

Wie schon bei der kürzlich erschienenen 3. Auflage meines Lehrbuches „Bank- und Kapitalmarktrecht“ konnte ich die kritische Durchsicht des Manuskriptes wiederum der Sachkunde und Zuverlässigkeit von Herrn Andreas M. Fleckner, Doktorand von Herrn Prof. Hammen an dessen Lehrstuhl für Bank- und Kapitalmarktrecht, anvertrauen. Weitere Unterstützung wurde mir von Herrn Christoph Weinbrenner zuteil, der bereits bei der Neuauflage meines Lehrbuches mitgewirkt hat.

Die redaktionelle Betreuung des Manuskriptes und seine weitgehende Anfertigung besorgte erneut Frau Katharina Harsdorf M. A. mit großem Engagement.

Allen Mitwirkenden bin ich für die zügige Erstellung der überfälligen dritten Auflage zu Dank verpflichtet.

Bei diesem Buch handelt es sich um einen Sonderdruck aus dem Loseblatt-Werk „Kapitalmarktrecht“ (Hrsg. Kümpel/Hammen/Ekkenga).

Gießen, im Mai 2004

Siegfried Kümpel

## Inhaltsverzeichnis

	Seite	<i>Randnummer</i>
Vorwort .....	5	
<b>A. Grundsätzliches</b> .....	17	1–28
I. Begriff des Kapitalmarktrechts .....	19	5–16
II. Berührungspunkte mit dem Bankrecht .....	23	17–22
III. Kapitalmarktrecht als dynamisches Rechtsgebiet .....	25	23–25
IV. Europäische Rechtsvereinheitlichung .....	27	26–28
<b>B. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts</b> .....	30	29–77
I. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als vorrangiges Rechtsgut .....	30	31–58
1. Institutionelle Funktionsfähigkeit .....	32	35–49
a) Insiderrechtliches Gleichbehand- lungsgebot .....	34	39–41
b) Transparenz der Aktionärsstruktur ..	35	42–43
c) Verhaltensregeln für die Markt- intermediäre .....	36	44–47
aa) Weitest mögliche Vermeidung von Interessenkonflikten .....	37	46
bb) Interessenwahrung als Anlegerschutz .....	38	47
d) Staatliche Marktaufsicht .....	38	48–49
2. Operationelle Funktionsfähigkeit .....	39	50–56
a) Aufwand der Emittenten bei Börsen- einführung ihrer Wertpapiere .....	39	51–53
b) Kostenmäßige Belastung der Anleger.	40	54–56
3. Allokative Funktionsfähigkeit .....	41	57–58

	Seite	<i>Randnummer</i>
II. Anlegerschutz als weiteres schutzwürdiges Rechtsgut . . . . .	42	59–77
1. Schutz der Gesamtheit der Anleger (Anlegerpublikum) . . . . .	43	62
a) Anlegerschutz als bloßer Rechtsreflex . . . . .	44	63
b) Schaffung haftungsbegründender Amtspflichten durch das Anlegerpublikum schützende Normen . . . . .	45	64–65
2. Nur ausnahmsweise Schutz der individuellen Interessen der Anleger durch Schadensersatzansprüche . . . . .	46	66–75
3. Rechtsschutz als Aktionär. . . . .	49	76–77
<b>C. Kapitalmarkt als Oberbegriff für die Marktsegmente . . . . .</b>	<b>50</b>	<b>78–126</b>
I. Unterschiedliches Ausmaß der Marktorganisation . . . . .	54	85–90
II. Kapitalmarkt als Teil des Finanzmarktes . . . . .	57	91–126
1. Abgrenzung zum Geldmarkt . . . . .	57	92–99
2. Abgrenzung zum Devisenmarkt . . . . .	60	100–104
3. Interdependenz von Kapitalmarkt und Terminmarkt . . . . .	62	105–126
a) Begriff des Termingeschäfts. . . . .	63	107–110
b) Abgrenzung der Termingeschäfte von den Geschäften mit hinausgeschobener Erfüllung (Valutierung). . . . .	64	111–112
c) Wirtschaftliche Verknüpfung der Kapitalmärkte mit den Terminmärkten. . . . .	65	113–119
aa) Bedürfnis nach Termingeschäften zu Hedgingzwecken . . . . .	65	114
bb) Nutzung von Arbitragemöglichkeiten . . . . .	66	115–116
cc) Sonstige Gründe der wirtschaftlichen Verknüpfung. . . . .	66	117–119

	Seite	<i>Randnummer</i>
d) Derivate . . . . .	68	120–122
e) Termingeschäft als Typus . . . . .	69	123–126
<b>D. Die beiden Hauptsegmente des Kapitalmarktes</b>	71	127–140
I. Primärmarkt (Emissionsmarkt) . . . . .	71	128–136
1. Rechtskonstruktion des Emissionsvor- ganges . . . . .	71	129–132
2. Selbstemission (Direktplatzierung) . . . . .	72	133
3. Fremdemission (Mitwirkung von Ban- ken) . . . . .	73	134–136
II. Sekundärmarkt (Wertpapierhandel) . . . . .	74	137–140
<b>E. Börsenmäßig organisierter Wertpapierhandel.</b>	76	141–257
I. Börsenbegriff . . . . .	76	143–166
1. Unvereinbarkeit des historischen Bör- senbegriffs mit der Elektronisierung des Börsenhandels . . . . .	78	148
2. Ungeeignete Merkmale für eine Begriffs- definition . . . . .	79	149–154
3. Börsenspezifische Preisqualität als neues Abgrenzungsmerkmal . . . . .	81	155–166
a) Qualität der Preisermittlung als kon- stitutives Begriffsmerkmal . . . . .	82	158–160
b) Neutralität des Börsenpreises als Ab- grenzungsmerkmal gegenüber außer- börslichen Handelssystemen . . . . .	83	161–164
c) Neue Begriffsdefinition . . . . .	84	165–166
II. Rechtliche Organisationsstruktur der Börse	85	167–257
1. Aufteilung der Funktionen auf Börsen- träger und Börse als Marktveranstalter ..	86	170–176
a) Wirtschaftliches Management der Börse durch Börsenträger . . . . .	87	171–173
b) Organisation des Wertpapierhandels durch Börse . . . . .	88	174–176

	Seite	<i>Randnummer</i>
2. Parallele zum aktienrechtlichen Betriebsführungsvertrag . . . . .	89	177–179
3. Marktveranstaltende Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts . . . . .	90	180–202
a) Marktveranstaltung als mittelbare Staatsverwaltung . . . . .	94	188–190
b) Selbstverwaltungsrecht der Börse . . . . .	95	191–193
c) Funktionsadäquate Rechtsform für die Börse . . . . .	96	194–199
aa) Gesteigertes öffentliches (staatliches) Interesse an funktionsfähigen Börsen . . . . .	97	198–199
bb) Public-Private-Partnership zwischen Börse und ihrem Träger . . . . .	98	200–202
4. Vorzüge der öffentlichrechtlichen Organisationsform der Börse . . . . .	99	203–212
a) Verleihung autonomer Rechtsetzungsbefugnis . . . . .	100	205–206
b) Größtmögliche Flexibilität der Börsengesetzgebung . . . . .	101	207
c) Einseitige regulatorische Gestaltungsbefugnisse der Börse . . . . .	102	208–212
5. Die einzelnen Marktsegmente . . . . .	103	213–257
a) Amtlicher Markt (§§ 30 ff. BörsG) . . . . .	105	217–224
aa) Zulassung der Wertpapiere . . . . .	106	219–220
bb) Zulassung der Marktteilnehmer zum Börsenhandel . . . . .	107	221–224
b) Geregelter Markt (§§ 49 ff. BörsG) . . . . .	108	225–229
aa) Erleichterter Zugang für Emittenten . . . . .	108	227
bb) Rechtliche Integrierung in die Börse . . . . .	109	228–229
c) Teilbereiche des Amtlichen und Geregelteten Marktes . . . . .	110	230–233

	Seite	<i>Randnummer</i>
d) Freiverkehr als privatrechtlich organisiertes Marktsegment . . . . .	111	234–246
aa) Eingriffsbefugnisse der Börsengeschäftsführung . . . . .	112	236
bb) Keine Pflicht zur Ad-hoc-Publizität . . . . .	112	237–238
cc) Einbeziehung in die Insiderregelung . . . . .	113	239–240
dd) Richtlinien für den Freiverkehr . . . . .	114	241–246
e) Regelungen für die Ermittlung des Börsenpreises . . . . .	115	247–257
aa) Pflicht des skontroführenden Börsenmaklers zur Neutralität . . . . .	117	251–253
bb) Variable Kurse und Einheitskurse . . . . .	118	254–257
<b>F. Außerbörslicher Wertpapierhandel . . . . .</b>	<b>120</b>	<b>258–273</b>
I. Außerbörsliche elektronische Handelssysteme . . . . .	120	259–262
II. Die Regulierung elektronischer Handelssysteme im Börsengesetz . . . . .	122	263–268
III. Abgrenzung zum traditionellen Interbankenhandel (Telefonverkehr) . . . . .	124	269–273
<b>G. Marktbezogene Dienstleistungen der Banken . . . . .</b>	<b>127</b>	<b>274–312</b>
I. Emissionsgeschäft . . . . .	127	276–283
1. Erstellung von Börseneinführungs- oder Verkaufsprospekten . . . . .	129	279–281
2. Zahlstellendienst . . . . .	130	282–283
II. Effektengeschäft . . . . .	130	284–288
1. Banken als Marktintermediäre . . . . .	131	284–285
2. Kommissionsrechtliche Interessenwahrungspflicht als kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflicht . . . . .	131	286–288
III. Depotgeschäft . . . . .	132	289–294

	Seite	<i>Randnummer</i>
1. Depotgeschäftliche Dienstleistungen . . . .	133	290–292
2. Depotmäßige Aufbewahrung als Voraussetzung für den Effektengiroverkehr .	135	293–294
IV. Investmentgeschäft der Kapitalanlagegesellschaften . . . . .	136	295–301
1. Regelungsziel des Investmentgesetzes . . .	137	299
2. Risikomischung als wesentliches Begriffsmerkmal des Investmentgeschäfts . .	137	300–301
V. Wertpapierleihe/Repogeschäft. . . . .	138	302–312
1. Die unterschiedlichen Geschäftsarten . . .	138	304–308
2. Bedürfnis nach vorübergehender Überlassung von Wertpapieren . . . . .	141	309–312
<b>H. Marktbezogene Verhaltenspflichten und Verhaltensregeln . . . . .</b>	<b>143</b>	<b>313–385</b>
I. Kreditinstitute und Investmentbanken . . . .	144	319–344
1. Allgemeine Verhaltenspflichten . . . . .	144	320–328
a) Vermeidung von Interessenkonflikten	145	321–322
b) Spezielle Konfliktsituation bei Universalbanken . . . . .	145	323–328
2. Besondere Verhaltenspflichten . . . . .	147	329–335
a) Sonderregelungen für die Verwendung von Wertpapieranalysen . . . . .	149	332–334
b) Getrennte Aufbewahrung von Kundengeldern . . . . .	149	335
3. Organisationspflichten . . . . .	150	336–341
a) Vorkehrungen für Interessenkonflikte	150	337–339
b) Einrichtung von Compliance-Organisationen . . . . .	151	340–341
4. Verhaltensregeln ohne normative Kraft (Standards) . . . . .	152	342–344
II. Investmentgesellschaften . . . . .	153	345–346
III. Börsenmakler im Parketthandel. . . . .	153	347–356

	<i>Seite</i>	<i>Randnummer</i>
1. Orderbuchführende Börsenmakler (Skontrofürer) . . . . .	154	347–354
a) Pflichten des Skontrofürers . . . . .	154	349–350
b) Eigengeschäfte des Skontrofürers . . . . .	155	351–354
2. Freimakler als wesentlicher Teil der Bör- senkulisse . . . . .	156	355–356
IV. Emittenten . . . . .	157	357–378
1. Verhaltenspflichten und Verhaltens- empfehlungen für den Primärmarkt. . . . .	157	357–358
2. Verhaltenspflichten für den Sekundär- markt . . . . .	157	359–369
a) Veröffentlichungspflichten . . . . .	158	360–368
aa) Ad-hoc-Publizität . . . . .	158	361–363
bb) Veränderungen des Stimmrechts- anteils an börsennotierten Wert- papieren . . . . .	159	364–368
b) Sonstige Verhaltenspflichten . . . . .	161	369
3. Verhaltensempfehlungen des Corporate Governance Kodex . . . . .	161	370–378
a) Allgemeines . . . . .	162	371–374
b) Deutscher Corporate Governance Kodex . . . . .	163	375–378
V. Anleger als Adressat von Verhaltens- pflichten . . . . .	165	379–382
VI. Sonstige Personen mit Einflussmöglich- keiten auf den Kapitalmarkt . . . . .	167	383–385
<b>I. Staatliche Aufsicht über die Wertpapiermärkte</b>	<b>169</b>	<b>386–416</b>
I. Europäische Vorgaben für Grundstruktur der Marktaufsicht . . . . .	170	390–392
II. Das dreistufige Aufsichtssystem . . . . .	172	393–416
1. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs- aufsicht (BaFin) . . . . .	172	393–406

	Seite	<i>Randnummer</i>
a) Meldepflichten und Überwachungs- befugnisse . . . . .	175	402–403
b) Internationale Kooperation . . . . .	176	404–406
2. Börsenaufsicht durch die Bundesländer. .	177	407–411
3. Marktaufsicht im Rahmen der Börsen- selbstverwaltung. . . . .	179	412–416
<b>J. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts . . . . .</b>	<b>181</b>	<b>417–503</b>
I. Gesetzesquellen. . . . .	182	420–487
1. Spezielle kapitalmarktrechtliche Bestim- mungen (Normen). . . . .	182	421–427
2. Allgemeine Normen mit offensichtli- chem Bezug zum Kapitalmarkt . . . . .	185	428–431
3. Bestimmungen ohne offensichtlichen Bezug zum Kapitalmarkt . . . . .	186	432–437
4. Abgrenzung der privatrechtlichen von den öffentlichrechtlichen Normen des Kapitalmarktrechts . . . . .	188	438–457
a) Praktisches Bedürfnis nach einer Ab- grenzung . . . . .	189	439–442
b) Schutzgut der Norm nur als Indiz für rechtssystematische Einordnung. . . . .	190	443–448
c) Normen mit ambivalenter Rechtsna- tur. . . . .	192	449–457
5. Systematisierung der öffentlichrechtli- chen Normen nach Regelungsbereichen .	196	458–487
a) Marktmäßige Organisation des Wert- papierhandels . . . . .	197	462–468
aa) Überwachung der börsenmäßigen Preisfeststellung. . . . .	198	464–466
bb) Vorübergehende Unterbrechung des Börsenhandels. . . . .	199	467
c) Handelsunterbrechung wegen Ad-hoc-Publizität. . . . .	200	468

	Seite	<i>Randnummer</i>
b) Gewerberechtliche Normen für die kapitalmarktbezogenen Dienstleistungen der Banken . . . . .	200	469–475
c) Verhaltenspflichten für Emittenten, Aktionäre und sonstige Dritte. . . . .	204	476–479
d) Ermittlungsbefugnisse der Aufsichtsbehörden . . . . .	205	480–483
e) Organisationsrechtliche Normen für kapitalmarktbezogene Verwaltungsbehörden . . . . .	206	484–485
f) Kapitalmarktbezogene Strafrechts- und Bußgeldvorschriften . . . . .	207	486–487
II. Allgemeine Geschäftsbedingungen . . . . .	207	488–491
III. Kapitalmarktrechtliche Standards (soft law). . . . .	209	492–495
1. Standards mit normativer Grundlage. . . . .	211	496–500
2. Sanktionsregelungen für Standards ohne normative Grundlage. . . . .	213	501–503
<b>K. Ausblick</b> . . . . .	214	504–509
Stichwortverzeichnis. . . . .	217	