

Europäisches Kapitalmarkt- recht

Herausgegeben von
Rüdiger Veil

2. Auflage



MOHR SIEBECK

Europäisches Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von
Rüdiger Veil

Bearbeitet von
Hendrik Brinckmann, Philipp Koch,
Lars Teigelack, Rüdiger Veil, Nikolai Vokuhl,
Fabian Walla und Malte Wundenberg

2., neu bearbeitete Auflage

Mohr Siebeck

Herausgeber:

Rüdiger Veil, geboren 1966, ist seit 2003 Inhaber des Alfred Krupp-Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht sowie seit 2007 geschäftsführender Direktor des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht an der Bucerius Law School, Hamburg.

Bearbeiter:

Dr. *Hendrik Brinckmann*, Berlin

Philipp Koch, Hamburg

Dr. *Lars Teigelack*, Düsseldorf

Prof. Dr. *Rüdiger Veil*, Hamburg

Dr. *Nikolai Vokubl*, München

Dr. *Fabian Walla*, Hamburg

Dr. *Malte Wundenberg*, London

1. Auflage 2011

2., neu bearbeitete Auflage 2014

ISBN 978-3-16-152933-7

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen aus der Stempel Garamond und der Frutiger gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Großbuchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Seit dem Erscheinen der ersten Auflage sind zwei Jahre vergangen. Das Europäische Kapitalmarktrecht hat sich innerhalb dieser kurzen Zeit stürmisch entwickelt. Verabschiedet wurden die Verordnung über Leerverkäufe und zwei Rechtsakte zur Änderung der Verordnung über Ratingagenturen. Zu beiden Verordnungen erließ die Kommission eine Fülle an delegierten Rechtsakten. Ferner wurde die Transparenzrichtlinie grundlegend geändert. Darüber hinaus schlug die Kommission tiefgreifende Reformen der Marktmissbrauchsrichtlinie sowie der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente vor. Auch wenn diese Reformakte noch nicht verabschiedet sind, zeichnet sich bereits ab, dass ein neues Zeitalter beginnt: Europa ist auf dem Weg in die Kapitalmarktunion. Die Neuauflage will diese Entwicklung sichtbar machen und kritisch begleiten.

Die Konzeption des Werks bleibt unverändert. Es versteht sich als Lehrbuch für Studium, Wissenschaft und Praxis. Der Fokus liegt auf dem kodifikatorische Züge annehmenden europäischen Recht. Es wird hier systematisch geordnet. Damit soll eine Grundlage für die Diskussion über ein Single Rulebook geschaffen werden. Das Recht der Mitgliedstaaten spielt aber weiterhin eine wichtige Rolle. Zum einen gibt es immer noch Regelungsbereiche, in denen die nationalen Gesetzgeber über die unionsrechtlichen Vorgaben hinausgegangen sind und strengere Regeln erlassen haben. Dies ist beispielsweise im Regime der Beteiligungstransparenz und Finanzberichterstattung geschehen. Zum anderen sind die Sanktionen im nationalen Recht beheimatet und werden dies auch nach der Reform sein. Die Neuauflage geht daher auch auf das Recht und die Praxis in Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich, Schweden, Spanien und im Vereinigten Königreich ein. Von Interesse ist vor allem, welche Instrumente des Verwaltungs-, Straf- und Zivilrechts die Mitgliedstaaten einsetzen, um die kapitalmarktrechtlichen Verhaltensregeln durchzusetzen.

Der Umfang des Buchs ist beträchtlich angewachsen. Dies ist vor allem sechs neuen Abschnitten zu verdanken, die ich, Anregungen aus der Leserschaft folgend, aufgenommen habe. So enthält das Werk nun auch Abschnitte über den Marktzugang und Marktaustritt (§ 10), den Informationszugang (§ 22), die Transparenz der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften (§ 23), die Anlageberatung (§ 25) und Benchmarks (§ 30). Neu ist auch der Abschnitt über die Perspektiven und Herausforderungen für die weitere rechtspolitische und wissenschaftliche Diskussion (§ 32). Alle anderen Abschnitte wurden grundlegend überarbeitet und vertieft. Dabei galt es vor allem, die jüngsten Reformen zum europäischen Recht

und die Rechtsprechung, insbesondere das *Geltl/Daimler*-Urteil des EuGH, einzuarbeiten.

Die Neuauflage berücksichtigt die neuen Gesetze und Reformentwürfe zum europäischen Recht mit Stand vom Juni 2013, teilweise bis November 2013. Ferner sind die in den genannten Mitgliedstaaten, insbesondere in Deutschland, Frankreich und im Vereinigten Königreich bis Juni 2013 erfolgten Reformen eingearbeitet.

Mein herzlicher Dank gilt den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern meines Lehrstuhls, die mit den redaktionellen Arbeiten betraut waren, namentlich Iris Kessler, Philipp Koch, Marcus Lerch und Ursula Vogeler. Die Federführung hatte Daniel Klungenbrunn übernommen, der auch die mühevollen Aufgabe des Sachregisters geschultert hat. Ich danke allen sehr herzlich für ihre sachkundige Unterstützung.

Anregungen für eine dritte Auflage sind sehr willkommen. Sie erreichen mich am besten unter ruediger.veil@law-school.de.

Hamburg, im November 2013

Rüdiger Veil

Autoren

Prof. Dr. Rüdiger Veil, geboren 1966, studierte Rechtswissenschaften an der Justus Liebig-Universität Gießen und der Humboldt-Universität zu Berlin. Er wurde 1995 promoviert und 2002 habilitiert. Seit 2003 ist er Inhaber des Alfred Krupp-Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht und seit 2007 geschäftsführender Direktor des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Bucerius Law School.

Dr. *Hendrik Brinckmann*, geboren 1980, studierte Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School in Hamburg und an der University of Sydney. Im Jahr 2009 wurde er zum Doktor der Rechtswissenschaft (Dr. iur.) mit einer Dissertation zur kapitalmarktrechtlichen Finanzberichterstattung promoviert. Hendrik Brinckmann arbeitet als Rechtsanwalt bei der Sozietät Flick Gocke Schaumburg in Berlin. Er berät nationale und internationale Unternehmen auf den Gebieten des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.

Philipp Koch, geboren 1983, hat Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School, Hamburg und an der Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima studiert. Nach Forschungsaufenthalten an der Universidad Autónoma de Madrid und der Université Paris I Panthéon-Sorbonne absolvierte er sein Referendariat in Hamburg und Frankfurt a. M. Er ist derzeit Doktorand und wissenschaftlicher Mitarbeiter bei Professor Dr. Rüdiger Veil am Alfred Krupp-Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht an der Bucerius Law School, Hamburg.

Dr. *Lars Teigelack*, geboren 1982, hat Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School in Hamburg und in Philadelphia studiert. Er wurde 2009 mit einer Arbeit über den Einfluss der Behavioral Finance auf die deutsche Regulierung von Finanzanalysten promoviert. Lars Teigelack ist als Rechtsanwalt im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht im Düsseldorfer Büro der internationalen Anwaltssozietät White & Case LLP tätig.

Dr. *Nikolai Vokuhl*, geboren 1978, hat Rechtswissenschaften an der Christian-Albrechts-Universität in Kiel studiert und sein Referendariat in Hamburg und Frankfurt absolviert. Er absolvierte ein Masterstudium an der University of California, Los Angeles (UCLA) (LL.M.) und wurde an der Bucerius Law School

mit einer Arbeit an der Schnittstelle von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht zum Doktor des Rechts (Dr. iur.) promoviert. Nikolai Vokuhl ist als Corporate Legal Counsel bei einem global agierenden Unternehmen tätig.

Dr. *Fabian Walla*, geboren 1983, hat Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School in Hamburg und an der Cornell Law School, Ithaca, NY, studiert. Im Jahr 2009 absolvierte er einen Forschungsaufenthalt am Stockholm Centre for Commercial Law. Er wurde im Jahr 2011 mit einer Arbeit über die deutsche Kapitalmarktaufsicht promoviert. Fabian Walla ist als Rechtsanwalt im Hamburger Büro der Anwaltssozietät Gleiss Lutz tätig. Er berät nationale und internationale Unternehmen zu Fragen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.

Dr. *Malte Wundenberg*, geboren 1979, hat Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School und der NYU Law School studiert. Ein Parallelstudium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim und der Fernuniversität Hagen schloss er als Dipl.-Kfm. ab. Nach einem Forschungsaufenthalt an der University of Cambridge wurde er 2011 mit einer Arbeit zum Thema „Compliance und die prinzipiengeleitete Aufsicht über Bankengruppen“ promoviert. Malte Wundenberg ist als Rechtsanwalt im Londoner Büro der Sozietät Hengeler Mueller tätig. Er ist Lehrbeauftragter an der Bucerius Law School.

Inhaltsübersicht

1. Kapitel: Grundlagen der Kapitalmarktgesetzgebung in Europa	1
§ 1 Rechtsentwicklung (<i>Rüdiger Veil</i>)	1
§ 2 Begriff und Ziele des Kapitalmarktrechts (<i>Rüdiger Veil</i>)	23
§ 3 Gesetzgebungskompetenzen (<i>Rüdiger Veil</i>)	29
§ 4 Rechtssetzungsverfahren und Regulierungsstrategien (<i>Fabian Walla</i>)	37
§ 5 Rechtsquellen und Auslegung (<i>Rüdiger Veil</i>)	59
§ 6 Kapitalmarktrecht in Forschung und Lehre (<i>Rüdiger Veil</i>)	83
2. Kapitel: Grundlagen des Kapitalmarktrechts	103
§ 7 Kapitalmärkte (<i>Rüdiger Veil</i>)	103
§ 8 Finanzinstrumente (<i>Rüdiger Veil</i>)	113
§ 9 Kapitalmarktteilnehmer (<i>Rüdiger Veil</i>)	119
§ 10 Marktzugang und -austritt (<i>Rüdiger Veil</i>)	127
§ 11 Kapitalmarktaufsicht in Europa (<i>Fabian Walla</i>)	131
§ 12 Sanktionen (<i>Rüdiger Veil</i>)	165
3. Kapitel: Marktintegrität	185
§ 13 Insiderrecht (<i>Rüdiger Veil</i>)	185
§ 14 Marktmanipulation (<i>Lars Teigelack</i>)	243
§ 15 Leerverkäufe und Credit Default Swaps (<i>Fabian Walla</i>)	277
4. Kapitel: Publizitätsregime	293
§ 16 Grundlagen (<i>Hendrik Brinckmann</i>)	293
§ 17 Prospektpublizität (<i>Nikolai Vokuhl</i>)	307
§ 18 Periodische Publizität (<i>Henrik Brinckmann</i>)	339
§ 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen (<i>Philipp Koch</i>)	377
§ 20 Beteiligungstransparenz (<i>Rüdiger Veil</i>)	431

§ 21 Directors' Dealings (<i>Rüdiger Veil</i>)	485
§ 22 Informationszugang (<i>Rüdiger Veil</i>)	499
§ 23 Transparenz über Corporate Governance (<i>Rüdiger Veil</i>)	503
§ 24 Übernahmerechtliche Publizität (<i>Rüdiger Veil</i>)	513
5. Kapitel: Finanzintermediäre	537
§ 25 Wertpapierfirmen (<i>Rüdiger Veil</i>)	537
§ 26 Finanzanalysten (<i>Lars Teigelack</i>)	545
§ 27 Ratingagenturen (<i>Rüdiger Veil/Lars Teigelack</i>)	573
6. Kapitel: Compliance in Wertpapierfirmen	597
§ 28 Grundlagen (<i>Malte Wundenberg</i>)	597
§ 29 Organisatorische Anforderungen (<i>Malte Wundenberg</i>)	605
7. Kapitel: Regulierung von Benchmarks	653
§ 30 Grundlagen (<i>Malte Wundenberg</i>)	653
§ 31 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen (<i>Malte Wundenberg</i>)	659
8. Kapitel: Schluss	675
§ 32 Rückblende und Ausblick (<i>Rüdiger Veil</i>)	675

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort	V
Autorenverzeichnis	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXI
1. 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)	12
X. Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005)	13
XI. Der <i>de Larosière</i> -Bericht (2009)	14
XII. Phase 4: Auf dem Weg zu einer europäischen Aufsicht (2009 bis 2011).	 15
XIII. Phase 5: Regulierung der Ratingagenturen (2009 bis 2013)	15
XIV. Noch Phase 5: Überarbeitung der Rahmenrichtlinien (seit 2009).	16
XV. Noch Phase 5: Regulierung von Leerverkäufen (2012)	20
XVI. Noch Phase 5: Regulierung von OTC-Derivaten (2012)	20
XVII. Noch Phase 5: Regulierung von Benchmarks (2013)	21
XVIII. Fazit	21

§ 2 Begriff und Ziele des Kapitalmarktrechts	23
I. Begriff	23
II. Regelungsziele	24
1. Funktionsfähigkeit der Märkte und Anlegerschutz	24
2. Finanzstabilität	26
III. Regelungskonzepte	27
1. Transparenz und Verbote.	27
2. Kontrollordnung	28
§ 3 Gesetzgebungskompetenzen	29
I. Rechtsgrundlagen	29
II. Kompetenznormen	30
1. Koordination von Bestimmungen zum Schutz der Gesellschafter und Gläubiger.	30
2. Koordination der Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten	31
3. Verwirklichung des Binnenmarktes	32
III. Instrumente der Rechtssetzung	32
1. Überblick	32
2. Verordnung	33
3. Richtlinie	34
§ 4 Rechtssetzungsverfahren und Regulierungsstrategien	37
I. Der Begriff der Kapitalmarktregulierung	40
II. Regulierungsprozess	41
1. Das europäische Rechtssetzungsverfahren	41
a) Historie	42
b) Ablauf des <i>Lamfalussy II</i> -Verfahrens	43
aa) Stufe 1: Rahmenrechtsakte	43
bb) Stufe 2: Delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechts- akte	43
cc) Stufe 3: Empfehlungen und Leitlinien	46
dd) Stufe 4: Kontrolle der mitgliedstaatlichen Rechtsumsetzung	47
2. Bewertung.	48
III. Regulierungsstrategien	49
1. Mindest- und Vollharmonisierung im europäischen Kapitalmarkt- recht	49
a) Begriffserläuterungen	49
b) Vor- und Nachteile beider Konzepte	51
c) Tendenz zur Vollharmonisierung.	52
2. Regulierungskonzepte in den Mitgliedstaaten.	52
a) Umsetzung des Unionsrechts	53
b) Flankierendes nationales Recht	53

c) Sonderfall: Die prinzipienbasierte Regulierung im Vereinigten Königreich	54
aa) Grundlagen	54
bb) Auswirkungen der <i>principles based regulation</i> auf die Ebene der Rechtsdurchsetzung	56
cc) Bewertung.	56
dd) Ausblick.	57
d) Selbstregulierung in den mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen . .	58
§ 5 Rechtsquellen und Auslegung	59
I. Rechtsquellen	59
1. Europäisches Recht	60
a) Rahmenrichtlinien und konkretisierende Rechtsakte	60
aa) Marktmissbrauchsrichtlinie	60
bb) Prospektrichtlinie.	61
cc) Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente	61
dd) Transparenzrichtlinie.	62
b) Übernahmerichtlinie	62
c) Verordnung über Ratingagenturen	63
d) Verordnung über Leerverkäufe	63
e) Verordnungen über die europäischen Aufsichtsbehörden	64
f) Sonstige Rechtsakte	64
2. Nationale Rechte der Mitgliedstaaten	65
a) Deutschland	65
b) Frankreich	67
c) Italien	68
d) Österreich	68
e) Schweden.	69
f) Spanien.	70
g) Vereinigtes Königreich	70
II. Auslegung	72
1. Bedeutung autonomer und richtlinienkonformer Auslegung.	72
2. Bedeutung der Leitlinien und Empfehlungen der ESMA	73
3. Auslegungsgrundsätze	75
a) Wortlaut	75
b) Rechtssystematische Auslegung.	76
c) Historische Auslegung	77
d) Teleologische Auslegung	79
§ 6 Kapitalmarktrecht in Forschung und Lehre	83
I. Kapitalmarktrecht als Gegenstand rechtswissenschaftlicher Forschung	84
1. Intradisziplinarität	86
a) Rechtsnatur	86
b) Auslegung	87

c) Abstimmung mit anderen Gebieten des Unternehmens- und Wirtschaftsrechts	89
aa) Bilanzrecht	89
bb) Gesellschaftsrecht.	90
2. Modell des <i>Homo Oeconomicus</i> oder Behavioral Finance?	91
a) Grundannahme: Rationalität	91
b) Verhaltensanomalien	92
aa) Ankereffekt	93
bb) Selbstüberschätzung (<i>Overconfidence</i>)	93
cc) Fairness	93
dd) Prospect Theory/Framing	94
ee) Hindsight Bias (Rückschaufehler)	94
ff) Representativeness/Availability/Saliency	95
c) Relevanz verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse für das Kapitalmarktrecht	95
II. Kapitalmarktrecht als eigenständiges Rechtsgebiet in der Lehre	97
III. Ausblick	99
2. Kapitel: Grundlagen des Kapitalmarktrechts	103
§ 7 Kapitalmärkte	103
I. Überblick	103
1. Handelsplatz	103
2. Primär- und Sekundärmärkte	105
3. Börsen	107
II. Geregelte Kapitalmärkte	108
1. Anwendungsbereich der kapitalmarktrechtlichen Rechtsakte	108
2. Begriffsbestimmung	110
3. Segmente	112
§ 8 Finanzinstrumente	113
I. Einführung	113
II. Wertpapiere	114
1. Begriffsbestimmung der Richtlinien.	114
2. Aktien	115
3. Schuldverschreibungen (Anleihen).	116
4. Derivate	117
§ 9 Kapitalmarktteilnehmer	119
I. Einführung	119
II. Emittenten	121
III. Anleger.	122
IV. Sonstige Personen	125

§ 10 Marktzugang und -austritt	127
I. Emission von Aktien	127
II. Zulassung der Aktien zum Handel	128
III. Marktaustritt.	129
§ 11 Kapitalmarktaufsicht in Europa	131
I. Einleitung	134
II. Unionsrechtliche Vorgaben an die Kapitalmarktaufsicht	134
1. Institutionelle Gestaltung	134
2. Befugnisse.	135
a) Mindestmaß-Befugnisse.	135
b) Flankierende Generalklauseln	136
III. Nationale Ausgestaltungen der Kapitalmarktaufsicht	137
1. Institutionelle Verankerung	137
a) Das Allfinanzmodell	137
b) Das Modell der sektoralen Aufsicht.	139
c) Mischformen.	139
d) Twin-peaks-Modell	139
e) Vorzugswürdigkeit eines Aufsichtsmodells?	140
2. Binnenorganisation und Unabhängigkeit	141
3. Sanktionsbefugnisse	141
a) Verwaltungsrechtliche Bußgelder	142
b) Sonstige verwaltungsrechtliche Mittel	143
c) Reformentwürfe	143
d) Strafverfolgungsbefugnisse der Aufsichtsbehörden	144
4. Amtshaftung	144
5. Ressourceneinsatz und Sanktionsaktivität.	145
IV. Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsinstitutionen	145
1. Aufsichtskooperation in der Europäischen Union.	146
2. Kooperationen mit Drittstaaten	147
V. Wettbewerb der mitgliedstaatlichen Aufsichtsinstitutionen	148
VI. Die europäische Ebene der Aufsicht	149
1. Das europäische Finanzmarktaufsichtssystem	150
a) Makroebene	150
b) Mikroebene	150
2. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)	151
a) Binnenorganisation	152
b) Unabhängigkeit und Budgetautonomie.	153
c) Eingriffsbefugnisse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden	153
aa) Verstöße gegen das EU-Recht	154
bb) Krisen- und Streitfall	155
(1) Krisenfall	155
(2) Streit zwischen Aufsichtsbehörden in grenzüberschreitenden Fällen	155

(3) Nationale Haushaltsautonomie als Grenze der ESMA-Befugnisse	156
d) Direkte Aufsichtsbefugnisse gegenüber den Marktteilnehmern . .	156
aa) Warnungen und Verbote von Finanzaktivitäten.	156
bb) Aufsicht über die Ratingagenturen und Transaktionsregister	157
e) Rechtssetzungskompetenzen	157
aa) Rechtsakte ohne Außenwirkung: Leitlinien und Empfehlungen.	158
bb) Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards. . .	159
(1) Technische Regulierungsstandards	159
(2) Technische Durchführungsstandards	160
(3) Bewertung	161
f) Rechtsschutz.	162
g) Amtshaftung.	162
h) Zugang zu Dokumenten.	163
3. Gesamtbewertung der Rolle der ESMA	163
§ 12 Sanktionen	165
I. Einführung	166
II. Vorgaben der europäischen Rechtsakte.	168
1. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	168
2. Zivilrechtliche Sanktionen	169
III. Rechtslage in den Mitgliedstaaten.	170
1. Deutschland.	171
2. Frankreich.	173
3. Italien	174
4. Schweden	174
5. Spanien	175
6. Vereinigtes Königreich	176
IV. Reformen.	178
1. Reformbedarf	178
2. Aufsichtsrechtliche Regelungsebene (<i>public enforcement</i>)	179
a) Regelungen zur Aufdeckung und Ermittlung von Rechtsverstößen.	179
b) Aufsichtsmaßnahmen	180
c) Sanktionen	180
3. Entwicklung des <i>private enforcement</i>	182
V. Ausblick	183

3. Kapitel: Marktintegrität	185
§ 13 Insiderrecht	185
I. Einführung	188
II. Regelungskonzeption	190
1. Vorgaben des europäischen Rechts	190
a) Insiderverbote	191
b) Veröffentlichungspflichten	192
c) Organisationspflichten	193
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	193
a) Deutschland	194
b) Frankreich	195
c) Italien	195
d) Österreich	196
e) Schweden	197
f) Spanien	197
g) Vereinigtes Königreich	198
3. Reform	200
III. Begriff der Insiderinformation	201
1. Bedeutung	201
2. Begriffsverständnis der europäischen Rechtsakte	202
a) Definition	202
aa) Präzise Information	203
(1) Hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts zukünftiger Umstände und Ereignisse	203
(2) Zwischenschritte in mehrstufigen Prozessen	205
bb) Kursbeeinflussungspotenzial	207
cc) Bezug auf einen Emittenten von Finanzinstrumenten	208
b) Beispiele nach CESR	209
c) Sonderregeln für Warenderivate und <i>front running</i>	210
3. Praxis in den Mitgliedstaaten	211
a) Überblick	211
b) Deutschland	211
aa) Eingetretene und zukünftige Umstände	212
bb) Eignung zur Kursbeeinflussung	214
c) Vereinigtes Königreich	216
4. Reformen	218
IV. Verbotene Handlungen	219
1. Überblick	219
2. Erwerbs- und Veräußerungsverbot	219
a) Vorgaben des Unionsrechts	219
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	220
c) Auslegungen des EuGH und Folgerungen für die Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	221

3. Weitergabeverbot	223
a) Vorgaben des Unionsrechts	223
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	225
4. Verleitungsverbot	226
a) Vorgaben des Unionsrechts	226
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	226
5. Ausnahmen von den Verboten	227
V. Aufsicht	228
1. Vorgaben des europäischen Rechts.	228
a) Aufgaben und Befugnisse der Behörden	228
b) Insiderverzeichnisse	229
c) Anzeigepflichten.	230
2. Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	231
a) Deutschland	231
b) Vereinigtes Königreich	232
c) Schweden.	233
VI. Sanktionen	233
1. Strafen und Geldbußen	233
a) Regelungstechniken	234
aa) Deutschland.	234
bb) Vereinigtes Königreich	235
b) Sanktionsrahmen für Strafen und Geldbußen	236
c) Reform	237
2. Bekanntmachungen.	238
3. Schadensersatz	239
VII. Fazit	240
§ 14 Marktmanipulation	243
I. Einführung	244
II. Regelungskonzeption	246
1. Europäische Vorgaben	246
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten.	247
III. Anwendungsbereich.	248
1. Persönlicher Anwendungsbereich	248
2. Sachlicher Anwendungsbereich	248
IV. Verbote.	249
1. Regelungssystematik	249
2. Basisdefinitionen einer Marktmanipulation	250
a) Informationsbasierte Manipulation.	250
aa) Tatbestand.	250
bb) Exkurs: Behavioral Finance	251
b) Handelsbasierte Manipulation	253
aa) Tatbestand der Basisdefinition und Signale	253
bb) Ausnahmen	255

(1) Legitime Gründe	255
(2) Zulässige Marktpraktiken	255
c) Sonstige Arten der Marktmanipulation.	257
3. Beispiele einer Marktmanipulation.	257
a) Marktbeherrschende Stellung	257
b) Geschäfte bei Börsenschluss	259
c) Ausnutzung von Medienzugang	259
V. Safe Harbor-Regelungen	261
1. Überblick	261
2. Rückkaufprogramme	261
a) Ziel des Programms	262
b) Publizitätspflichten	263
c) Handelsbedingungen	263
d) Unterlassungspflichten	263
3. Kursstabilisierung	264
a) Anwendungsbereich	265
b) Stabilisierungszeitraum	266
c) Publizitäts- und Organisationspflichten	266
d) Ergänzende Stabilisierungsmaßnahmen	267
VI. Aufsicht	268
1. Überwachungsmechanismen	268
2. Ermittlungs- und Eingriffsbefugnisse	268
VII. Sanktionen	269
1. Europäische Vorgaben	269
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten.	270
a) Strafrechtliche Sanktionen	270
b) Aufsichtsrechtliche Sanktionen	272
c) Anlegerschutz durch Haftungsrecht	273
VIII. Fazit	275
§ 15 Leerverkäufe und Credit Default Swaps	277
I. Einführung	278
II. Regulierungsbedürfnis	280
1. Gefahr der Marktmanipulation	280
2. Gefahr der Destabilisierung des Finanzmarktsystems	281
III. Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps	281
1. Anwendungsbereich	283
2. Regulierung von Leerverkäufen	283
a) Verbotstatbestände	284
b) Transparenzpflichten	285
3. Regulierung von Credit Default Swaps	287
4. Befugnisse der ESMA und der nationalen Aufsichtsbehörden	288
5. Sanktionen	290
IV. Fazit	290

4. Kapitel: Publizitätsregime	293
§ 16 Grundlagen	293
I. Einführung	294
II. Transparenz und Kapitalmarkteffizienz	295
1. Allokative Effizienz	295
2. Institutionelle Effizienz	297
3. Operationale Effizienz	298
III. Publizitätsvorschriften als Regulierungsinstrument	299
1. Notwendigkeit gesetzlicher Publizitätsvorschriften aus ökonomischer Sicht	299
2. Publizitätsvorschriften als Anlegerschutzinstrument	303
IV. Entwicklung des Publizitätsregimes im Europäischen Kapitalmarktrecht	304
§ 17 Prospektpublizität	307
I. Einführung	308
II. Regelungskonzeption	309
1. Vorgaben des europäischen Rechts	309
a) Anforderungen der Prospektrichtlinie und Prospekt-VO	310
b) Flankierende Verhaltensregeln	313
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	314
III. Anforderungen an die Erstellung eines Prospekts	315
1. Anwendungsbereich	315
2. Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts	316
a) Adressaten-, angebots- sowie wertpapierbezogene Ausnahmen	316
b) Emissionssituationsbezogene Ausnahmen bei öffentlichen Angeboten	318
c) Emissionssituationsbezogene Ausnahmen bei der Zulassung zum geregelten Markt	318
d) Nachtrag	318
3. Mindestinhalt, Format und Aufbau eines Prospekts	319
a) Allgemeine Vorgaben	319
b) Prospektformat	320
aa) Ein- oder mehrteiliger Prospekt und Basisprospekt	320
bb) Zusammenfassung	321
cc) Verweise	323
c) Differenzierung in Bezug auf die unterschiedliche Ausgestaltung von Wertpapieren	323
d) Sprache des Prospekts	324
e) Aktualisierung	325
IV. Aufsicht und Sanktionen	325
1. Vorgaben des europäischen Rechts	325
2. Aufsichtsrechtliche Maßnahmen	327

a) Aussetzung bzw. Untersagung des Angebots	327
b) Bußgeld	327
3. Strafrechtliche Sanktionen	328
4. Zivilrechtliche Sanktionen (Prospekthaftung).	328
a) Prospektmangel	329
b) Anspruchsberechtigte und -gegner	332
c) Kausalität	334
d) Verschulden	334
e) Rechtsfolgen	335
V. Fazit	337
§ 18 Periodische Publizität.	339
I. Einführung	341
1. Entwicklung der periodischen Publizität	341
2. Rechnungslegungsinformationen als Grundlage der Finanzberichterstattung	343
II. Regelungskonzeption	346
1. Vorgaben des europäischen Rechts.	346
a) Transparenzrichtlinie	346
b) Verknüpfung mit dem europäischen Bilanzrecht als Ausdruck einer dualistischen Regelungskonzeption.	347
c) Veröffentlichungsadressat	347
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten.	348
a) Deutschland	348
b) Frankreich	349
c) Italien	350
d) Schweden.	350
e) Spanien.	350
f) Vereinigtes Königreich	351
III. Jahresfinanzbericht	351
1. Überblick	351
2. Rechnungslegungsinformationen	353
a) Konzern- und Einzelabschluss	353
b) Lagebericht	356
IV. Halbjahresfinanzbericht.	356
1. Überblick	356
2. Rechnungslegungsinformationen	356
a) Konzern- und Einzelabschluss	356
b) Zwischenlagebericht.	358
c) Prüfung des Halbjahresfinanzberichts	358
V. Quartalsfinanzbericht und Zwischenmitteilung der Geschäftsführung	359
1. Überblick	359
2. Inhalt der Zwischenmitteilung	362
3. Der Quartalsfinanzbericht	363

VI. Veröffentlichungsverfahren	365
VII. <i>Enforcement</i> der Rechnungslegung in der Finanzberichterstattung. . .	366
1. Das <i>Dual-enforcement</i> in Deutschland durch DPR und BaFin	367
2. <i>Enforcement</i> im Vereinigten Königreich durch das Conduct Committee	368
VIII. Sanktionen	369
1. Haftung für fehlerhafte Finanzberichterstattung	370
a) Spezifische Haftung für fehlerhafte Finanzberichts- informationen	370
b) Haftung nach den allgemeinen Vorschriften des Zivilrechts. . . .	371
2. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen	373
IX. Fazit	374
§ 19 Veröffentlichung von Insiderinformationen	377
I. Einführung	380
1. Doppelfunktion der Offenlegungspflicht	380
2. Rechtstatsächliche Bedeutung	381
II. Regelungskonzeption	383
1. Unionsrechtliche Vorgaben.	383
2. Umsetzung in den Mitgliedstaaten.	385
a) Deutschland	385
b) Österreich	386
c) Schweden.	387
d) Frankreich	387
e) Spanien.	387
f) Italien	388
g) Vereinigtes Königreich	388
III. Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen	389
1. Adressaten.	389
a) Emittenten von Finanzinstrumenten	389
b) Im Auftrag oder für die Rechnung des Emittenten handelnde Personen	390
c) Von einem Emittenten kontrollierte Unternehmen	390
2. Publizitätspflichtige Informationen	391
a) Grundlagen	391
b) Unmittelbare Betroffenheit	392
c) Zukünftige Umstände	394
d) Konzernsachverhalte	395
e) Verhältnis zu anderen Publizitätsvorschriften	396
f) Reform	398
3. Keine Saldierung von Informationen	399
4. Verbot der Veröffentlichung sonstiger Informationen.	399
5. Verfahren der Veröffentlichung	400
IV. Aufschieb der Veröffentlichung	401
1. Grundlagen	401

2. Berechtigte Interessen des Emittenten	403
a) Vorgaben des Unionsrechts	403
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	404
aa) Bemühungen um eine dogmatische Konkretisierung	405
bb) Weitere Ansätze.	406
cc) Insbesondere: Mehrstufige Entscheidungsprozesse	408
3. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	409
4. Gewährleistung der Vertraulichkeit	410
5. Entscheidung des Emittenten erforderlich?	412
6. Reform	414
V. Aufsicht	415
VI. Sanktionen	415
1. Bedeutung nationaler Traditionen	415
2. Schadensersatz	416
a) Deutschland	416
b) Österreich	420
c) Vereinigtes Königreich	421
d) Andere Mitgliedstaaten	422
3. Verwaltungssanktionen.	423
a) Geldbußen	423
aa) Deutschland.	423
bb) Frankreich.	424
b) Weitere Verwaltungssanktionen	425
c) Bekanntmachung des Verstoßes („Naming and Shaming“)	426
4. Strafrecht	427
5. Reform	427
VII. Fazit	428
§ 20 Beteiligungstransparenz.	431
I. Einführung	434
1. Kapitalmarktrechtliche Funktionen	434
2. Rechtstatsächliche Bedeutung	437
II. Regelungskonzeption	437
1. Vorgaben des europäischen Rechts.	437
a) Grundlagen	437
b) Anwendungsbereich und Regelungskompetenzen	438
c) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten.	439
d) Flankierende Transparenzregeln	440
e) Reform	440
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten.	441
III. Mitteilungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils	442
1. Voraussetzungen	442
a) Mitteilungspflichtige Vorgänge	443
b) Meldeschwellen	443

c) Ausnahmen von der Mitteilungspflicht	445
2. Rechtsfolgen	446
a) Mitteilung	446
b) Veröffentlichung	447
3. Zurechnung von Stimmrechten	447
a) Regelungskonzeption	447
b) Fälle	448
aa) Acting in Concert	449
(1) Rechtspraxis in Deutschland	450
(2) Rechtspraxis in Frankreich	452
(3) Rechtspraxis in Italien	453
(4) Rechtspraxis in Spanien	454
(5) Reformen	455
bb) Vorläufige Stimmrechtsüberlassung	456
cc) Mitteilungspflichten des Sicherungsnehmers	457
dd) Mitteilungspflichten beim Nießbrauch	457
ee) Konzernunternehmen gehörende Aktien	457
ff) Verwahrte Aktien	459
gg) Für Rechnung gehaltene Aktien	460
hh) Stimmrechtsausübung des Bevollmächtigten	462
c) Ausnahmen	462
IV. Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten	462
1. Voraussetzungen	462
2. Rechtsfolgen	464
3. Reformen über die Ausweitung der Investitionstransparenz	464
a) Vereinigtes Königreich	465
b) Deutschland	465
c) Frankreich	469
d) Europa	469
V. Mitteilungspflichten über Absichten (Investorenerklärung)	470
1. Rechtsentwicklung in den USA	470
2. Frankreich	471
3. Deutschland	472
4. Reformen auf europäischer Ebene	474
VI. Aufsicht	474
1. Unionsrechtliche Vorgaben	474
2. Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	475
VII. Sanktionen	476
1. Unionsrechtliche Vorgaben	476
2. Administrative Geldbußen	476
a) Sanktionspraxis in den Mitgliedstaaten	476
b) Reform	478
3. Stimmrechtsverlust	478
a) Sanktionspraxis in den Mitgliedstaaten	478
b) Reform	480

4. Anlegerschutz durch Schadensersatz.	481
VIII. Fazit	482
§ 21 Directors' Dealings	485
I. Einführung	486
II. Regelungskonzeption	488
1. Vorgaben des europäischen Rechts.	488
a) Rechtsgrundlagen	488
b) Verhältnis zu den anderen Publizitätsvorschriften.	489
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten.	489
III. Mitteilungspflichten.	490
1. Voraussetzungen	490
a) Mitteilungspflichtige Personen	490
b) Mitteilungspflichtige Geschäfte.	491
2. Rechtsfolgen	492
a) Vorgaben des europäischen Rechts zur Mitteilung und Veröffentlichung.	492
b) Rechtspraxis in den Mitgliedstaaten	493
IV. Aufsicht und Sanktionen	494
1. Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie.	494
2. Verwaltungs- und strafrechtliche Sanktionen	494
3. Gewinnabschöpfung	495
4. Schadensersatz	496
V. Fazit	497
§ 22 Informationszugang	499
I. Vorgaben des europäischen Rechts	499
II. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	500
1. Deutschland.	500
2. Vereinigtes Königreich	501
III. Reform.	501
§ 23 Transparenz über Corporate Governance	503
I. Einführung	503
II. Offenlegung der Corporate Governance	504
1. Einführung	504
2. Erklärung zur Unternehmensführung.	504
III. Information über die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren	507
1. Einführung	507
2. Regelungskonzeption.	507
3. Veröffentlichungspflichten	508
a) Änderungen der Aktienrechte	508
b) Informationen zur Ausübung von Rechten.	509

aa) Aktienrechte	509
bb) Rechte aus Schuldtiteln	510
IV. Fazit	510
§ 24 Übernahmerechtliche Publizität	513
I. Einführung	514
II. Publizität der Abwehrstrukturen und -mechanismen	516
1. Regelungszwecke	516
2. Offenlegungspflichtige Informationen.	517
a) Zusammensetzung des Kapitals.	517
b) Beschränkungen bezüglich der Übertragung der Aktien	517
c) Bedeutende Beteiligungen.	518
d) Inhaber von Sonderrechten	519
e) Art der Stimmrechtskontrolle bei Mitarbeiterbeteiligungen.	519
f) Beschränkungen von Stimmrechten	520
g) Gesellschaftervereinbarungen.	520
h) Bestimmungen über Bestellung und Abberufung von Geschäftsleitern	521
i) Befugnisse der Geschäftsleitung zur Ausgabe und zum Rückkauf von Aktien	521
j) Change of Control-Klauseln	522
k) Entschädigungsvereinbarungen.	523
III. Pflicht zur Veröffentlichung eines Angebots	523
1. Arten eines Angebots.	523
2. Entscheidung zur Abgabe eines Angebots.	524
3. Angebotsunterlage	525
IV. Pflichtangebot	526
1. Rechtsgrundlagen und Normzwecke	526
2. Begriff der Kontrolle	527
3. Kontrollerlangung aufgrund eines Acting in Concert.	530
a) Rechtsgrundlagen	530
b) Entscheidungspraxis.	531
aa) <i>Sacyr/Eiffage</i> (Frankreich)	531
bb) <i>WMF</i> (Deutschland)	533
V. Fazit	535
5. Kapitel: Finanzintermediäre	537
§ 25 Wertpapierfirmen.	537
I. Einführung	537
II. Anlageberatung	539
1. Begriff.	539
2. Pflichten einer Wertpapierfirma	539

a) Exploration und Beurteilung der Geeignetheit der Anlage	539
b) Informationspflichten	540
3. Aufsicht	541
4. Sanktionen	541
III. Ausblick	543
§ 26 Finanzanalysten	545
I. Einführung	546
II. Typen von Finanzanalysten	548
III. Regelungskonzeption	549
1. Vorgaben des europäischen Rechts	549
2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten	550
IV. Spezifische Regulierung für Finanzanalysten	551
1. Begriff der Finanzanalyse	551
a) Begriff der Information mit Empfehlungen	551
b) Normadressaten	552
2. Sachgerechte Darbietung der Finanzanalyse	554
a) Allgemeine Anforderungen	554
b) Besondere Anforderungen für bestimmte Personen	554
3. Offenlegungspflichten	555
a) Identität des Erstellers	556
b) Aktuelle und potentielle Interessenkonflikte	556
aa) Allgemeine Regelungen	556
bb) Besondere Regelungen für bestimmte Personen	557
(1) Pflicht zur Offenlegung bestimmter Interessenkonflikte	557
(2) Pflicht zur Offenlegung weiterer Umstände	559
4. Weitergabe der Analyse eines Dritten	560
a) Allgemeine Anforderungen	560
b) Spezielle Pflichten für bestimmte Personen	561
5. Grundsatz der Verhältnismäßigkeit	561
6. Sanktionen	562
a) Vorgaben des europäischen Rechts	562
b) Deutschland	563
c) Vereinigtes Königreich	564
V. Bedeutung der allgemeinen Verhaltensregeln für Finanzanalysten	565
1. Marktmanipulation	565
a) Informationsgestützte Manipulation	565
b) Vorspiegelung falscher Tatsachen und Verwendung sonstiger Kunstgriffe	566
c) Scalping	567
d) Sperrwirkung der Durchführungs-RL 2003/125/EG	568
2. Verbotene Insidergeschäfte	568
3. Organisationspflichten	569
a) Allgemeine organisatorische Anforderungen	569

b) Besondere organisatorische Anforderungen	571
VI. Fazit	572
§ 27 Ratingagenturen	573
I. Einführung	574
1. Funktionen von Ratingagenturen	574
2. Wirkungen eines Ratings	575
3. Marktstruktur	576
4. Entwicklung der Regulierung in Europa	577
5. Rechtsquellen	578
II. Anwendungsbereich und Ziele der europäischen Regulierung	580
1. Grundlagen	580
2. Gegenstand und Zweck der Regulierung	580
3. Geltungsbereich.	581
4. Begriffe	582
III. Regulierungsstrategien	583
1. Überblick	583
2. Vermeidung von Interessenkonflikten	583
a) Unabhängigkeit der Ratingagentur	583
b) Am Rating beteiligte Personen	585
3. Verbesserung der Qualität der Ratings	586
4. Transparenzpflichten	587
a) Bekanntgabe und Präsentation von Ratings	587
b) Transparenzbericht	588
5. Registrierung	588
IV. Aufsicht und Sanktionen	590
1. Grundlagen	590
2. Verfahren	591
3. Aufsichtsmaßnahmen und Geldbußen.	591
4. Strafrechtliche Maßnahmen	592
V. Zivilrechtliche Haftung	592
1. Praktische Bedeutung.	592
2. Mögliche Haftungsverhältnisse	593
3. Anspruchsgrundlagen des europäischen Rechts.	594
VI. Fazit	595
6. Kapitel: Compliance in Wertpapierfirmen	597
§ 28 Grundlagen.	597
I. Begriff der Compliance	598
II. Verhältnis zum Risikomanagement.	599
III. Entwicklung und Rechtsgrundlagen	600

§ 29 Organisatorische Anforderungen	605
I. Regelungskonzeption des Unionsrechts	607
1. Überblick	607
2. Regelungszugriff: Prinzipien-orientierte Regulierung	608
3. Regelungszweck	613
II. Überblick über die Umsetzung in den Mitgliedstaaten	614
1. Deutschland.	614
2. Frankreich.	615
3. Italien	615
4. Schweden	616
5. Spanien	616
6. Vereinigtes Königreich	616
III. Zielvorgabe und Organisationsmaßstab	618
1. Minimierung von Compliance-Risiken	618
2. Reichweite der Compliance-Pflicht	620
IV. Bestandteile der Compliance-Organisation	622
1. Compliance-Funktion	622
a) Anforderungen	623
aa) Unabhängigkeit	623
(1) Operationelle und finanzielle Unabhängigkeit	623
(2) Organisatorische Unabhängigkeit	625
bb) Dauerhaftigkeit und Wirksamkeit	627
b) Aufgaben.	628
aa) Überwachungs- und Bewertungsfunktion	628
bb) Beratungs- und Unterstützungsfunktion	629
2. Compliance-Beauftragter	631
a) Benennung.	631
aa) Registrierungs- und Qualifikationsanforderungen	631
bb) Benennung von Geschäftsleitern als Compliance-Beauftragte	632
b) Rechtsstellung	633
aa) Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsleitung	634
bb) Disziplinarische Unabhängigkeit und Kündigungsschutz	636
c) Aufgaben und Befugnisse	636
aa) Informations- und Weisungsbefugnisse	636
bb) Compliance-Berichterstattung	638
(1) Internes Reporting	638
(2) Externes Reporting.	639
3. Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen („Chinese Walls“)	640
a) Rechtsgrundlagen	641
b) Bestandteile	642
aa) Abgrenzung von Vertraulichkeitsbereichen	642
bb) Beobachtungs- und Sperrlisten.	644
c) Rechtswirkungen	646
V. Sanktionen	647

1. Sanktionen gegen die Wertpapierfirma.	648
2. Sanktionen gegen die Geschäftsleitung und den Compliance- Beauftragten	650
VI. Fazit	651
7. Kapitel: Regulierung von Benchmarks	653
§ 30 Grundlagen.	653
I. Einführung	653
II. Rechtsstatsächlicher Hintergrund und Regelungsinitiativen	655
III. Funktionen von Benchmarks	657
§ 31 Marktaufsicht und organisatorische Anforderungen	659
I. Kommissionsentwurf der Benchmark-VO	659
1. Aufbau und Zielsetzung	659
2. Anwendungsbereich und Definitionsvorschriften.	660
3. Regelungskonzeption.	662
4. Auffächerung des Pflichtenprogramms	663
a) Governance-Anforderungen des Benchmark-Administrators.	663
b) Eingangsdaten und Berechnungsmethodik.	664
c) Governance-Anforderungen der Kontributoren	666
d) Anlegerschutz (insbesondere Explorationspflichten)	668
5. Aufsicht und Sanktionen	669
a) Zulassungspflicht	669
b) Aufsichts- und Sanktionskompetenzen.	670
aa) Aufsichts- und Sanktionskompetenzen der nationalen Aufsichtsbehörden	670
bb) Rolle der ESMA.	671
cc) Zivilrechtliche Haftung.	672
II. Fazit	673
8. Kapitel: Schluss	675
§ 32 Rückblende und Ausblick	675
I. Themen für eine abschließende Betrachtung.	675
II. Kapitalmarktrecht(e) in Europa oder Europäisches Kapitalmarktrecht?	676
1. Normenbestand und Regelungsdichte.	676
2. Konsistente Rechtsanwendung.	678
3. Aufsichts- und Sanktionsebene.	679
4. Schlussfolgerungen	680

III. Perspektiven und Herausforderungen	682
1. Neuordnung der Rechtsquellen	682
2. Rechtssetzung im reformierten <i>Lamfalussy-II</i> -Verfahren	683
3. Regulierungskonzepte für die Ebene der Rechtsdurchsetzung	685
Verzeichnis der nationalen Gesetze (alphabetisch sortiert)	687
Verzeichnis der nationalen Gesetze (Ländersortierung).	694
Übersicht zu den im Buch behandelten Aufsichts- und Gerichtssentscheidungen	700
Sachverzeichnis	703

Drittes Kapitel

Marktintegrität

§ 13 Insiderrecht

Literatur:

Alcock, Alistair, Five years of market abuse, 28 *Company Lawyer* (2007), S. 163–171; *Alexander, R. C. H.*, Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation, 2007; *Alvisi, Chiara*, Abusi di mercato e tutele civili, 1 *Contratto e impresa/Europa*, 2007, S. 181; *Amati, Enrico*, L'abuso di informazioni privilegiate: l'illecito amministrativo – Art. 187 Abuso di informazioni privilegiate, 5 *Le Nuove leggi civili commentate*, 2007, S. 1064; *Annunziata, Filippo*, La Disziplinierung des Marktes, 4. Aufl. 2008; *Arden, Justice*, Spector Photo Group and its wider implications, ECFR 2010, S. 342–346; *Bachmann, Gregor*, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008), S. 597–634; *Bachmann, Gregor*, Ad-hoc-Publizität nach „Geltl“, DB 2012, S. 2206–2211; *Bainbridge, Stephen M.*, Securities Law: Insider Trading, 1999; *Bainbridge, Stephen M.*, Regulation insider trading in the post-fiduciary duty era: equal access or property rights?, in: *Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading*, 2013, S. 80–98; *Band, Christa/Hopper, Martyn*, Market Abuse – A Developing Jurisprudence, J.I.B.L.R. (2007), S. 231–239; *Bank, Stephan*, Das Insiderhandelsverbot in M&A-Transaktionen, NZG 2012, S. 1337–1342; *Bazley, Stuart*, Market Cleanliness, Systems and Controls and Future Regulatory Enforcement, 28 *Company Lawyer* (2007), S. 341–343; *Beyle, Adolf Augustus/Means, Gardiner C.*, The Modern Corporation and Private Property, 1933; *Bingel, Adrian*, Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen, 2007; *Bingel, Adrian*, Die „Insiderinformation“ in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen, AG 2012, S. 685–700; *Brandt, Tim Oliver/Süßmann, Rainer*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, S. 642–658; *Brandstetter, Wolfgang*, Der „Insider-Strafttatbestand“ – In der Praxis ein Papiertiger, *ecolex* 1998, S. 803; *Cahn, Andreas*, Das neue Insiderrecht, *Der Konzern* 2005, S. 5–13; *Cascante, Christian/Bingel, Adrian*, Insiderhandel – in Zukunft leichter nachweisbar? Die Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH und die Folgen für die M&A-Praxis, NZG 2010, S. 161–165; *Casper, Matthias*, Information und Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmensübernahmen, in: *Kämmer, J. Axel/Veil, Rüdiger* (Hrsg.), *Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion*, 2013, S. 203–227; *Crespi, Alberto*, Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici, 2 *Banca Borsa tit. Cred.* (2009), S. 107–135; *Diekmann, Hans/Sustmann, Marco*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, S. 929–939; *Di Noia, Carmine/Gargantini, Matteo*, Issuers at midstream: Disclosure of multistage events in the current and in the proposed EU market abuse regime, ECFR 2012, S. 484–529; *Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1996; *Entrena Ruiz, Daniel*, El empleo de información privile-

giada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador, Aranzadi, Cizur Menor, 2006; *Fleischer, Holger*, Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden – Der DaimlerChrysler-Musterentscheid des OLG Stuttgart, NZG 2007, S. 401–407; *Gilotta, Sergio*, Disclosure in Securities Markets and the Firm’s Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis, 13 EBOR (2012), S. 45–88; *Guitard Marin, Juan*, Abuso de Mercado, in: Francisco Uría (Hrsg.), Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva, 2007, S. 301–356; *Hasselbach, Kai*, Die Weitergabe von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften, NZG 2004, S. 1087–1095; *Hausmaninger, Christian*, Pro: „Entkriminalisierung“ des Insiderrechts, ÖBA 2003, S. 637–638; *Henderson, Andrew*, First Light: the Financial Services Authority’s Enforcement of the Market Abuse Regime, 20(10) J. I. B. L. R. (2005), S. 494–500; *Hilgard, Marc C./Mock, Sebastian*, Stoneridge and its Impact on European Capital Market and Consumer Law, ECFR 2008, S. 453–466; *Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy*, European Insider Dealing, 1991; *Iragüen, Jesús Ibarra/Jminéz-Blanco, Gonzalo*, Abuso de Mercado: Una Panorámica de su Normativa Administrativa y Penal Vigente, 126 RDBB (2012), S. 49–104; *Iribarren Blanco, Miguel*, Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas, Monografía No. 2, 2008, asociada a la Revista de Mercado de Valores, 2008; *Kalss, Susanne*, Der zivilrechtliche Schutz der Anleger in Österreich – ein Überblick über die große Verfahrenswelle, ZBB 2013, S. 126–137; *Kemnitz, Lukas*, Due Diligence und neues Insiderrecht, 2007; *Klöhn, Lars*, Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, WM 2010, S. 1869–1882; *Klöhn, Lars*, Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem EuGH, NZG 2011, S. 166–171; *Klöhn, Lars*, The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group, ECFR 2010, S. 347–366; *Klöhn, Lars*, Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Gelt-Urteil des EuGH, ZIP 2012, S. 1885–1895; *Klöhn, Lars*, Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, ZHR 177 (2013), S. 349–387; *Krause, Hartmut/Brellocks, Michael*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, AG 2013, S. 309–339; *Krause, Hartmut/Brellocks, Michael*, Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation, 8 CMLJ (2013), S. 283–299; *Kretschmer, Werner/Oppitz, Martin*, Essentialia der Börsegesetznovelle, ÖBA 1994, S. 610–619; *Labmann, Kai*, Insiderhandel. Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas, 1994; *Langenbacher, Katja/Brenner, Sebastian/Gellings, Marcel*, Zur Nutzung von Insiderinformationen nach der Marktmissbrauchsrichtlinie, BKR 2010, S. 133–136; *Langenbacher, Katja*, Der „vernünftige Anleger“ vor dem EuGH, BKR 2012, S. 145–149; *Lasserre Capdeville, Jérôme*, Le délit de communication d’une information privilégiée: vingt ans après, Bull. Joly Bourse 2009, S. 69–76; *Loke, Alexander F.*, From Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider trading Law in the UK, Australia and Singapore, American Journal of Comparative Law 123 (2006); *Madrazo, Regina*, Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta, RMV No. 2 – (2008), S. 471–481; *Manne, Henry G.*, Insider Trading and the Stock Market, 1966; *Marsh, Jonathan*, Handling Price Sensitive Information: A Guide to the Legal and Regulatory Obligations, 23 C. O. B. (2005), S. 1–39; *Mayhew, David/Anderson, Karen*, Whither Market Abuse (in a more principles-based regulatory world), 22 J. I. B. L. R. (2007), S. 515–531; *Mehringer, Christoph*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007; *Mennicke, Petra R.*, Sanktionen gegen Insiderhandel – Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung des US-amerikanischen und britischen Rechts, 1996; *Merkner, Andreas/Sustmann, Marco*, Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge

der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts, AG 2012, S. 315–324; *Moalem, David/Hansen, Jesper Lau*, Insider Dealing and Parity of Information – Is ‚Georgakis‘ Still Valid?, 19 EBLR (2008), S. 949–984; *Moosmayer, Klaus*, Straf- und bußgeldrechtliche Regelungen im Entwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, wistra 2002, S. 161–170; *Mock, Sebastian*, Gestreckte Verfahrensabläufe im Europäischen Insiderhandelsrecht, ZBB 2012, S. 286–292; *Nietsch, Michael*, Die Verwendung der Insiderinformation, ZHR 174 (2010), S. 556–592; *Parmentier, Miriam*, Die Verhandlung eines Rechtssetzungsvorschlags der Kommission in den Arbeitsgruppen des Rates am Beispiel des EU-Marktmisbrauchsrechtsrechts, BKR 2013, S. 133–141; *Parmentier, Miriam*, Insiderinformation nach dem EuGH und vor der Vereinheitlichung, WM 2013, S. 970–977; *Rider, Barry/Alexander, Kern/Linklater, Lisa/Bazley, Stuart*, Market Abuse and Insider Dealing, 2. Aufl. 2009; *Russen, Jonathan*, Financial Services: Authorisation, Supervision and Enforcement, 2006; *Schall, Alexander*, Anmerkung, ZIP 2012, S. 1286–1288; *Schulz, Stephan*, Das Insiderhandelsverbot nach § 14 Abs 1 Nr. 1 WpHG im Lichte der Spector-Rechtsprechung des EuGH, ZIP 2010, S. 609–613; *Seibt, Christoph*, Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, ZHR 177 (2013), S. 388–426; *Sethe, Rolf*, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 2006, S. 243–257; *Singhof, Bernd*, Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern, ZGR 2001, S. 146–174; *Staikouras, Panagiotis K.*, Four Years of MADness? – The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical Comparative Analysis, 19 EBLR (2008), S. 775–809; *Sustmann, Marco*, Information und Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmensübernahmen unter besonderer Berücksichtigung der EuGH-Entscheidung in Sachen Gettl./Daimler AG, in: Kämmer. J. Axel/Veil, Rüdiger (Hrsg.), Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 230–259; *Teigelack, Lars*, Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung, BB 2012, S. 1361–1365; *Torck, Stéphane*, Information privilégiée: les étapes d’un processus s’étalant dans le temps peuvent-elles constituer une information précise, indépendamment ou auch même titre que événement futur auquel elles se rapportent? A propos de CJUE, 28 juin 2012, Bull. Joly Bourse Oct. 2012, S. 398–403; *Tountopoulos, Vassilios*, Private Durchsetzung des Insiderrechts? Eine kritische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des europäischen und griechischen Kapitalmarktrechts, RIW 2013, S. 33–44; *Veil, Rüdiger*, Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht, ZBB 2006, S. 162–171; *Veil, Rüdiger*, Weitergabe von Informationen durch den Aufsichtsrat an Aktionäre und Dritte. Ein Lehrstück zum Verhältnis zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: ZHR 172 (2008), S. 239–273; *Veil, Rüdiger*, Concepts of Supervisory Legislation and Enforcement in European Capital Markets Law – Observations from a Civil Law Country, 11 EBOR (2010), S. 409–422; *Veil, Rüdiger/Koch, Philipp*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, WM 2011, S. 2297–2306; *Viciano-Gofferje/Cascante, Christian*, Neues aus Brüssel zum Insiderrecht – die Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2012, S. 968–979; *Villeda, Gisella Victoria*, Prävention und Repression von Insiderhandel, 2010; *Wang, William K.S./Steinberg, Marc I.*, Insider Trading, 1996; *Willey, Stuart*, Market Abuse Update, 93 C.O.B. (2012), S. 1–28; *Wilsing, Hans-Ulrich/Goslar, Sebastian*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten – Die Entscheidung des EuGH vom 28. 6. 2012, C-19/11, „Geltl“, DStR 2012, S. 1709–1713; *Ziehl, Katrin*, Kapitalmarktprognosen und Insider-Trading, 2006.

I. Einführung

- 1 In den USA nahm sich der Gesetzgeber früh der Regulierung der Kapitalmärkte an. Bereits 1934 erließen der Bundesgesetzgeber den „**Securities Exchange Act**“ und die Securities and Exchange Commission (SEC) die „SEC Rules“. Dabei standen Fragen des Marktmissbrauchs von Anfang an ganz oben auf der Agenda.¹ Der US Supreme Court und die Instanzgerichte bauten die Regeln über verbotene Verhaltensweisen – insbesondere die Rule 10b-5 – im Laufe der Jahre entschieden aus und entwickelten ein schlagkräftiges Regime.² Zugrunde lag die Vorstellung, dass **Insidergeschäfte schädlich** seien; sie würden das Anlegervertrauen untergraben und damit die **Funktionsfähigkeit der Märkte beeinträchtigen**.
- 2 Diese Position blieb nicht unbestritten. In den sechziger- und siebziger Jahren des 20. Jahrhunderts entbrannte in den USA³ und Europa⁴ eine Diskussion über mögliche positive Effekte des Insiderhandelns und dessen Legalisierung. Es wurde angeführt, dass ein Insider den Anleger, mit dem er ein Wertpapiergeschäft schließt, in der Regel nicht schädigen würde. Denn dieser hätte das Geschäft ohnehin abgeschlossen. Ferner wurde geltend gemacht, dass die Insiderinformationen durch das Handeln des Insiders in den Kapitalmarkt einfließen, mit der Folge, dass sich angemessene Wertpapierpreise bilden würden. Schließlich wurde argumentiert, dass ein legalisierter Insiderhandel dazu beitragen würde, die im Prinzipal-Agenten-Verhältnis auftretenden Konflikte zu lösen. Ausgangspunkt dieser These ist die Vorstellung, dass die Möglichkeit des Ausnutzens einer Insiderinformation als eine Managervergütung zu begreifen sei.⁵ Da erst das Eingehen von Risiken es ermögliche, Insiderwissen zu produzieren, würde die Legalisierung des Insiderhandelns die Risikobereitschaft der Manager fördern.
- 3 Die von den Kritikern einer Regulierung von Insidergeschäften angeführten Argumente vermochten im Ergebnis nicht zu überzeugen. Es trifft zwar zu, dass ein Anleger, der mit einem Insider ein Wertpapiergeschäft tätigt, in der Regel keinen Schaden erleidet. Denn er hätte das Geschäft auch mit einem anderen Anleger vorgenommen. Allerdings reagieren Market-Maker auf mögliche Verlustrisiken mit vergrößerten An- und Verkaufsspannen. Insider verursachen daher erhöhte Transaktionskosten, die von sämtlichen Marktteilnehmern getragen werden. Auch das zweite Argument ist nicht stichhaltig. Denn es hat sich gezeigt, dass die Pflicht der

1 Hellsichtig bereits *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, S. 255 ff. Die beiden Autoren legten in ihrem 1933 erschienen Werk auch eindrucksvoll die Notwendigkeit einer Regulierung von Marktmissbrauch für die US-amerikanischen Kapitalmärkte dar.

2 Vgl. *Bainbridge*, *Securities Law: Insider Trading*, 1999; *Wang/Steinberg*, *Insider Trading*, 1996; knapper Überblick bei *Bainbridge*, in: *Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading*, S. 80 ff. Aus dem deutschen Schrifttum vgl. die Darstellung des US-amerikanischen Insiderrechts bei *Merkel/Göbel*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*, Rn. 960 ff.

3 Vgl. *Manne*, *Insider Trading and the Stock Market*, 1966, S. 131 ff.

4 Vgl. *Hopt/Wymeersch*, *European Insider Dealing*.

5 Vgl. *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 257 ff.

Emittenten, Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen,⁶ besser in der Lage ist, die Informationseffizienz der Kapitalmärkte sicherzustellen.⁷ Schließlich konnte sich auch die Vorstellung, das Ausnutzen von Insiderinformationen als Vergütung des Managements zu verstehen, nicht durchsetzen. Zum einen wäre nicht gewährleistet, dass die Geschäftsleitung dadurch angehalten würde, den Unternehmenswert zu maximieren. Denn sie könnte mit Optionsgeschäften auch aus schlechten Nachrichten finanzielle Vorteile erzielen. Zum anderen würde es Dritten ermöglicht, von Insiderinformationen zu profitieren (sog. *free rider*-Problematik).

Trotz dieser Erkenntnisse standen viele Mitgliedstaaten einer gesetzlichen Regelung lange Zeit skeptisch gegenüber; einige von ihnen hatten bis in die achtziger Jahre des 20. Jahrhundert überhaupt keine Vorschriften, die Insidergeschäfte untersagten. In Deutschland meinte man, dass freiwillige Regelungen ausreichen würden. Die vom Bundesminister für Wirtschaft eingesetzte Börsensachverständigenkommission beschloss 1970 „Empfehlungen zur Lösung der Insider-Probleme“. Dazu gehörten die Insiderhandels-Richtlinien, die es Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, Großaktionären und Angestellten einer Aktiengesellschaft untersagten, Geschäfte mit Aktien und Schuldverschreibungen ihrer Gesellschaft unter Ausnutzung von Insiderinformationen vorzunehmen.⁸ Diese Selbstregulierung erwies sich aber nicht als erfolgreich.

Die Rechtslage in Europa änderte sich mit der Richtlinie 89/592 vom 13. 11. 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte (**Insiderrichtlinie**).⁹ Der europäische Gesetzgeber begründete den Erlass dieser Richtlinie damit, dass das Vertrauen der Anleger unter anderem auf der den Anlegern gegebenen Zusicherung beruhe, dass sie gleichgestellt seien und dass sie gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insiderinformation geschützt würden. Das reibungslose Funktionieren des Marktes hänge weitgehend von dem Vertrauen der Anleger ab. Da die Insidergeschäfte für bestimmte Anleger mit Vorteilen gegenüber anderen Anlegern verbunden seien, könnten sie dieses Vertrauen gefährden und somit das reibungslose Funktionieren des Marktes beeinträchtigen.¹⁰ Mitte der neunziger Jahre waren somit Insidergeschäfte in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft verboten.¹¹

Bereits elf Jahre später veranlassten die Änderungen, die auf den Finanzmärkten und im Gemeinschaftsrecht eingetreten waren, den europäischen Gesetzgeber

⁶ Siehe zu dieser Pflicht § 19 Rn. 27 ff.

⁷ Vgl. *Labmann*, Insiderhandel, S. 169.

⁸ Die letzte Fassung der Insiderhandelsrichtlinie ist abgedruckt in WM 1998, S. 1105; eine Analyse der Sanktionen bei Verstößen gegen diese Richtlinien bietet *Villeda*, Prävention und Repression im Insiderhandel, S. 46 ff.

⁹ Siehe § 1 Rn. 11.

¹⁰ Erwägungsgründe zur Insider-RL.

¹¹ Die Insiderrichtlinie war bis zum 1. 6. 1992 umzusetzen. Nicht jeder Mitgliedstaat kam diesem Auftrag rechtzeitig nach. In Deutschland trat das Wertpapierhandelsgesetz, das u. a. der Umsetzung der Richtlinie diente, erst zum 1. 1. 1994 in Kraft.

dazu, das Regime grundlegend zu reformieren. Ihm ging es darum, sowohl Insidergeschäfte als auch Marktmanipulationen effektiver zu bekämpfen¹² und Regelungslücken der Insiderrichtlinie zu schließen.¹³ Dazu erließ er die **Marktmissbrauchsrichtlinie** (MAD), die die Insiderrichtlinie ersetzte.

- 7 Auch die Marktmissbrauchsrichtlinie verfolgt den Zweck, die **Integrität** der **Märkte** sicherzustellen und das **Vertrauen** der **Anleger** in diese Märkte zu stärken.¹⁴ Sie versteht die Verbote von Insidergeschäften als Voraussetzung dafür, dass „der Markt vollständig und wirklich transparent“ ist.¹⁵ Die nunmehr wesentlich konkreter gefassten Verbote legitimieren sich also aus dem Anliegen, den Markt zu ordnen und seine Funktionsfähigkeit zu gewährleisten.¹⁶ Das tragende Prinzip ist die **informationelle Gleichbehandlung** der **Anleger** (*equal access*).¹⁷ Auf den in der US-amerikanischen Diskussion zur Begründung der Insiderverbote angeführten Gedanken, Geschäftsleiter würden durch die Ausnutzung von Insiderinformationen ihre Treuepflichten verletzen,¹⁸ rekurriert das Europäische Kapitalmarktrecht dagegen nicht.

II. Regelungskonzeption

1. Vorgaben des europäischen Rechts

- 8 Der Insiderhandel wird in der Europäischen Union in erster Linie durch mehrere Verbote bekämpft. Das wichtigste von ihnen ist das Handelsverbot: Es ist jedermann untersagt, unter Nutzung einer Insiderinformation Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern. Dazu gesellen sich mehrere Veröffentlichungspflichten, die vor allem den Zweck haben, den Insiderhandel zu bekämpfen. Die größte Bedeutung hat die Pflicht zur Veröffentlichung einer Insiderinformation. Denn die unverzügliche Bekanntgabe einer Insiderinformation ist das wirksamste Mittel, um einen Insiderhandel auszuschließen.

¹² Ein Grund dafür war auch, gegen die Finanzierung von terroristischen Aktivitäten effektiver vorgehen zu können. Vgl. Erwägungsgrund 14 MAD.

¹³ Vgl. EuGH v. 23. 12. 2009, Rs. C-45/08 (Spector), Slg. 2009, I-12073, Rn. 33.

¹⁴ Vgl. Erwägungsgrund 12 MAD.

¹⁵ Vgl. Erwägungsgrund 15 MAD.

¹⁶ Zu diesem Regelungsziel des Europäischen Kapitalmarktrechts siehe § 2 Rn. 3 ff.

¹⁷ Vgl. *Klöbn*, ECFR 2010, S. 347, 354 ff.; *Mehring*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, S. 102 ff.; wohl auch *Moloney*, EC Securities Regulation, S. 942; zum Legitimationsansatz des *equal access* im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht vgl. *Bainbridge*, in: *Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading*, S. 80, 81 ff.

¹⁸ Vgl. *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 269 ff.; vgl. auch *Merkel/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Rn. 991.

a) Insiderverbote

Die Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD) und die zu ihrer Durchführung erlassenen Richtlinien 2003/124/EG¹⁹ sowie 2004/72/EG²⁰ sehen detaillierte Vorgaben für die Mitgliedstaaten vor, Verbotsvorschriften über Insidergeschäfte zu erlassen. So definiert sie zunächst den Begriff der **Insiderinformation**. Es handelt sich dabei um „eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.“²¹ Der frühere CESR hat *guidelines*²² erarbeitet, die die einzelnen Elemente des Begriffs der Insiderinformation näher erläutern²³ und zu vielen anderen Anwendungsfragen Stellung nehmen, bis hin zur Führung von Insiderlisten²⁴.

Sodann schreibt die MAD vor, welche Verhaltensweisen die Mitgliedstaaten in Bezug auf Insiderinformationen zu untersagen haben. Sie verlangt von ihnen, ein **Erwerbs- und Veräußerungsverbot**, ein **Weitergabeverbot** und ein **Verleitungsverbot** einzuführen. Die Mitgliedstaaten müssen sicherstellen, dass sog. **Primärsider** diesen drei Verboten unterliegen. Dabei handelt es sich um Personen, die als Mitglied eines Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten, durch ihre Beteiligung am Kapital des Emittenten oder dadurch, dass sie aufgrund ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben Zugang zu der betreffenden Information haben, oder aufgrund ihrer kriminellen Aktivitäten über diese Information verfügen.²⁵ Damit nicht genug. Die Mitgliedstaaten haben ferner sicherzustellen, dass die drei Verbote auch für andere Personen gelten, die über Insiderinformationen verfügen, sofern diese Personen wussten oder hätten wissen müssen, dass es sich um Insiderinformationen handelt.²⁶ Die MAD begnügt sich insoweit mit einer **Mindestharmonisierung**²⁷ der Regelungsmaterie. Die Mitgliedstaaten sind daher

19 Richtlinie 2003/124/EG der Kommission v. 22. 12. 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, Abl. EG Nr. L 339 v. 24. 12. 2003, S. 70.

20 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission v. 29. 4. 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, Abl. EG Nr. L 162 v. 30. 4. 2004, S. 70.

21 Art. 1 Nr. 1 MAD.

22 Zu deren Rechtsqualität und Bedeutung für die Auslegung siehe § 5 Rn. 38 f.

23 CESR, Level 3 – Second Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market, CESR/06-562b, Juli 2007.

24 CESR, Level 3 – Third Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market, CESR/09-219, Mai 2009.

25 Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 2 MAD.

26 Art. 4 MAD.

27 Siehe zur Mindest- und Voll- bzw. Maximalharmonisierung § 4 Rn. 28 ff.

berechtigt, über die unionsrechtlichen Vorgaben hinauszugehen und strengere Vorschriften zu erlassen.²⁸ Manche von ihnen haben von ihrer Regelungskompetenz auch Gebrauch gemacht.²⁹

- 11 Wie diese Verbote zu sanktionieren sind, sagt die MAD nicht. Die Mitgliedstaaten entscheiden eigenverantwortlich, ob sie Verstöße gegen die Verbote strafrechtlich ahnden.³⁰ Sie müssen aber „entsprechend ihrem jeweiligen innerstaatlichen Recht“ dafür sorgen, „dass bei Verstößen gegen die verantwortlichen Personen geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängt werden können.“³¹ Die Einzelheiten überlässt die MAD den nationalen Gesetzgebern. Die Mitgliedstaaten müssen dafür sorgen, dass die Maßnahmen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind.³² Diese auch in den anderen die Rahmenrechtsakten anzutreffenden Vorgaben³³ sollen gewährleisten, dass der gemeinschaftliche Rechtsrahmen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch eine hinreichende Wirkung entfaltet.³⁴ Dies ist allerdings nicht überall in Europa der Fall.³⁵

b) Veröffentlichungspflichten

- 12 Das Verbot von Insidergeschäften wird flankiert durch weitere Verhaltensregeln der MAD, der Transparenzrichtlinie (TD), der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der Übernahmerichtlinie (TOD). Zu nennen ist zunächst die in der MAD geregelte **Ad-hoc-Publizitätspflicht**: Emittenten haben Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen.³⁶ Der europäische Gesetzgeber wollte mit dieser Pflicht in erster Linie der Gefahr von Insidergeschäften begegnen: Durch unverzügliche und angemessene öffentliche Bekanntgabe der Informationen wird die Integrität des Marktes gefördert.³⁷ Die Bedeutung der Publizitätspflicht für die Informationseffizienz der Märkte hat der europäische Gesetzgeber dagegen nicht betont.³⁸ Der enge Zusammenhang zwischen den Insiderver-

28 Die Frage, ob die Richtlinie eine Mindest- oder Maximalharmonisierung verfolgt, wird sehr kontrovers erörtert. Richtigerweise wird man sie für jeden einzelnen Regelungskomplex gesondert beantworten müssen (vgl. *Klöhn*, WM 2010, S. 1869, 1879). Bezüglich der Insiderverbote ist nicht zu erkennen, dass die MAD strengere nationale Regeln untersagen will. Für die zukünftige MAR (siehe § 1 Rn. 41 und unten Rn. 33) wird dies anders sein (vgl. *Veil/Koch*, WM 2011, S. 2297, 2298).

29 Siehe zu dem strengen Regelungsansatz im Vereinigten Königreich Rn. 29 ff.

30 Vgl. Art. 14 Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 1 MAD: „Unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, strafrechtliche Sanktionen zu verhängen“.

31 Art. 14 Abs. 1 Satz 1 MAD.

32 Art. 14 Abs. 1 Satz 2 MAD.

33 Siehe § 12 Rn. 4 f.

34 Erwägungsgrund 38 Satz 1 MAD.

35 Deshalb hat die Kommission eine grundlegende Reform des Marktmissbrauchsrechts vorgeschlagen. Siehe Rn. 33 f.

36 Siehe § 19 Rn. 27 ff.

37 Vgl. Erwägungsgrund 24 MAD.

38 Siehe auch § 19 Rn. 2 ff.

boten und der Ad-hoc-Publizitätspflicht kommt dadurch zum Ausdruck, dass beide Verhaltensregeln auf denselben Begriff der Insiderinformation rekurrieren.³⁹

Aber auch andere Transparenzregeln europäischer Provenienz sollen den Missbrauch von Insiderinformationen verhindern. Es handelt sich dabei um die in der MAD niedergelegte Pflicht zur **Mitteilung** und **Veröffentlichung** von **Directors' Dealings**,⁴⁰ die von der TD vorgesehene Pflicht zur Mitteilung und Veröffentlichung von **Veränderungen** der **Stimmrechtsanteile** an Emittenten⁴¹ und die in der TOD normierte Pflicht zur Veröffentlichung der Entscheidung eines Bieters zur Abgabe eines Übernahmeangebots.⁴²

13

c) Organisationspflichten

Sodann tragen zahlreiche vorbeugende Maßnahmen zur Bekämpfung des Insiderhandels bei.⁴³ Dies sind zum einen die Vorschriften der MAD über Finanzanalysen. So müssen Analysten strenge Organisationspflichten einhalten, um Interessenkonflikten vorzubeugen. Hintergrund ist, dass Analysten häufig kursensible Informationen über einen Emittenten erhalten. Auch die von der MiFID vorgegebenen Verhaltensregeln für Wertpapierfirmen bei der Anlageberatung verfolgen das Ziel, einem verbotenen Insiderhandel entgegenzuwirken. Im Mittelpunkt steht die von dieser Richtlinie vorgesehene Anforderung an Wertpapierfirmen, **Compliance-Strukturen** einzuführen.⁴⁴ Dies geschieht vor allem durch Vertraulichkeitsbereiche (Chinese Walls) innerhalb von Banken. So müssen beispielsweise die Investmentbanking-Abteilung und die Abteilung über die Vermögensverwaltung von Kunden räumlich voneinander getrennt sein; zwischen beiden Bereichen dürfen grundsätzlich keine sensiblen Informationen ausgetauscht werden.

14

2. Überblick zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten

Die Mitgliedstaaten haben die Vorgaben der MAD unterschiedlich umgesetzt. Einige von ihnen haben ausschließlich strafrechtliche Verbote normiert, während andere zusätzlich auch verwaltungsrechtliche Verbote eingeführt haben. Die verwaltungsrechtlichen Verbote haben in der Regel geringere Voraussetzungen – teilweise lassen sie Fahrlässigkeit ausreichen – und können daher in der Praxis einfacher durchgesetzt werden. Zum anderen hat nicht jeder Mitgliedstaat die Bestim-

15

³⁹ Der einzige Unterschied besteht darin, dass die Veröffentlichungspflicht nur für solche Insiderinformationen besteht, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Siehe dazu § 19 Rn. 40.

⁴⁰ Siehe § 21 Rn. 2.

⁴¹ Siehe § 20 Rn. 21 ff.

⁴² Siehe § 24 Rn. 29 ff.

⁴³ Vgl. Erwägungsgrund 24 Satz 4 MAD.

⁴⁴ Siehe § 29 Rn. 44.

mungen der MAD und der zu ihrer Durchführung erlassenen Richtlinien eins-zu-eins umgesetzt.⁴⁵

a) Deutschland

- 16 Der deutsche Gesetzgeber erließ erst zum 1. 1. 1994 zwecks Umsetzung der Insiderrichtlinie Vorschriften, die Insidergeschäfte verbieten.⁴⁶ Diese änderte er 2005,⁴⁷ um der MAD zu entsprechen und den Anlegerschutz zu stärken.⁴⁸ Es ist nunmehr verboten, (i) unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern, (ii) einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, sowie (iii) einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.⁴⁹ Diese Verbote richten sich an jedermann. Es kommt nicht darauf an, ob der Täter Primär- oder Sekundärinsider ist. Allerdings wird diese Unterscheidung bei den in Betracht kommenden Sanktionen – Verhängung einer Freiheits- oder Geldstrafe sowie eines Bußgelds – relevant.
- 17 Bemerkenswert ist, dass der deutsche Gesetzgeber zur Konkretisierung des Ausdrucks der Insiderinformation die Vorgaben der MAD und der Richtlinie 2003/124/EG nicht eins-zu-eins übernommen, sondern eine eigene Definition geschaffen hat. Die Einhaltung der drei Verbote wird durch die BaFin überwacht. Die BaFin hat im Emittentenleitfaden⁵⁰ ihre Verwaltungspraxis dargestellt und dabei insbesondere auch Angaben dazu gemacht, wie sie die Vorschriften über Insidergeschäfte auslegt.⁵¹ Für die Praxis sind diese Erläuterungen eine wichtige Orientierungshilfe.
- 18 Verstöße gegen die Verbote können als Straftat durch eine Freiheits- oder Geldstrafe (§ 38 WpHG) oder als Ordnungswidrigkeit durch eine Geldbuße geahndet werden (§ 39 WpHG). Soweit eine strafrechtliche Sanktionierung zur Debatte steht, wird die Tat von der Staatsanwaltschaft und nicht durch die BaFin verfolgt.⁵² Die BaFin ist allerdings dafür zuständig, die nur als Ordnungswidrigkeiten erfassten Verstöße zu ahnden.⁵³ Sie kann dazu insbesondere Bußgelder verhängen.

45 Vgl. für eine rechtsvergleichende Bestandsaufnahme auch *Krause/Brellocks*, AG 2013, S. 309, 316 ff.

46 §§ 12 ff. und §§ 38, 39 WpHG.

47 Die Änderungen des WpHG erfolgten durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes v. 28. 10. 2004 (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), BGBl. I, S. 2630.

48 Vgl. *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, S. 929.

49 Vgl. § 14 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG.

50 Siehe zur Funktion und Rechtsnatur des Emittentenleitfadens § 5 Rn. 15.

51 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, S. 27 ff. zur Insiderüberwachung und S. 115 ff. zu den Insiderverzeichnissen.

52 Vgl. § 4 Abs. 5 WpHG.

53 Aus § 40 WpHG folgt, dass die BaFin die zuständige Verwaltungsbehörde für die Verfolgung und Ahndung von Ordnungswidrigkeiten nach dem WpHG ist.

b) Frankreich

Das französische Recht kennt seit 1970 ein strafrechtliches Insiderdelikt und seit 1989 zusätzlich aufsichtsrechtliche Verbote von Insidergeschäften. Der strafrechtliche (*délit*)⁵⁴ und der aufsichtsrechtliche Tatbestand⁵⁵ (*manquement*) sind ähnlich. Doch unterscheiden sich die beiden Verbote in manchen Punkten.⁵⁶ So beziehen sich die Straftatbestände nur auf Finanzinstrumente, die zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen sind. Ferner sieht das Strafrecht kein Empfehlungsverbot vor. Der wichtigste Unterschied dürfte aber darin bestehen, dass die verwaltungsrechtlichen Verbote keinen Vorsatz verlangen; es genügt Fahrlässigkeit (*imprudence*).

In Frankreich gibt es zudem eine eigene Klassifikation der Insider, die vom Primär- bis zum Tertiärinsider reicht. Bei Primärinsidern – Vorstandsmitglieder, Generaldirektoren und Mitglieder des Verwaltungs- oder Aufsichtsrats – wird vermutet, dass sie die Insiderinformationen des Emittenten kennen.⁵⁷ Dagegen ist bei der Begehung der Tat durch Sekundärinsider – Personen, die in Ausübung ihres Berufs oder ihrer Funktion über Insiderinformationen verfügen – der Beweis erforderlich, dass sie im Besitz der betreffenden Informationen waren. Als Tertiärinsider werden alle sonstigen Personen begriffen, die über eine Insiderinformation verfügen, namentlich Familienangehörige und Freunde der Primär- bzw. Sekundärinsider.⁵⁸

c) Italien

Die Vorschriften über Insidergeschäfte sind in Italien in Art. 180 ff. TUF zu finden. Der Begriff der Insiderinformationen entspricht nahezu eins-zu-eins den Vorgaben des europäischen Rechts.⁵⁹ Die Handels-, Weitergabe- und Empfehlungsverbote sind in Art. 184 TUF geregelt. Es handelt sich um strafrechtliche Verbote, die sich an Primärinsider richten.⁶⁰ Darüber hinaus sieht Art. 187-bis Abs. 1 TUF aufsichtsrechtliche Verbote vor; diese gelten auch für Sekundärinsider.⁶¹ Die administrativen Sanktionen können unabhängig davon verhängt, ob der Insiderhandel eine Straftat darstellt.

Die Verbotstatbestände des italienischen Rechts sind eng an den Wortlaut der MAD angelehnt. Es sind aber auch abweichende Regelungen vorgesehen. So knüpfen die Vorschriften über die Verbote von Insidergeschäften an den Begriff der privilegierten Information (*informazione privilegiata*) an. Dabei handelt es sich um

⁵⁴ Vgl. Art. L. 465-1 C. mon. fin.

⁵⁵ Vgl. Art. 622-1, 622-2 RG AMF sowie Art. 621-1 RG AMF bezüglich des Begriffs der Insiderinformation.

⁵⁶ Ausführlich *Veil/Koch*, Französisches Kapitalmarktrecht, S. 43 ff.

⁵⁷ Vgl. *Lasserre Capdeville*, Bull. Joly Bourse Jan/Feb 2009, S. 69, 70.

⁵⁸ Vgl. *Lasserre Capdeville*, Bull. Joly Bourse Jan/Feb 2009, S. 69, 71.

⁵⁹ Vgl. Art. 181 TUF.

⁶⁰ Vgl. *Annunziata*, La Disciplina del mercato Mobiliare, S. 422.

⁶¹ Kritisch zur Einführung der verwaltungsrechtlichen Maßnahmen *Crespi*, 2 Banca borsa e titoli di credito (2009), S. 107, 111.

eine nicht öffentliche präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wäre sie öffentlich, einen erheblichen Einfluss auf die Preise der Finanzinstrumente hätte. Bemerkenswert ist, dass die italienische Aufsichtsbehörde (Consob) das Erfordernis, dass die Information präzise sein muss, für die Verbote des Insiderhandels und die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität unterschiedlich auslegt. Sie hat dies damit begründet,⁶² dass eine zu frühe Veröffentlichung von noch unsicheren Informationen zu einer Irreführung des Marktes führen und den Vorwurf der Marktmanipulation begründen könne.⁶³

d) Österreich

- 23 Auch in Österreich fungierte das europäische Recht als Schrittmacher für die gesetzliche Regelung der Insidergeschäfte.⁶⁴ Seit dem 1.10.1993 sieht das BörseG Vorschriften über Insiderverbote vor. Es handelt sich ausschließlich um strafrechtliche Delikte,⁶⁵ die in der Gerichtspraxis allerdings keine große Bedeutung zu erlangen haben scheinen.⁶⁶
- 24 Zunächst bestimmt § 48a Abs. 1 Nr. 1 BörseG in enger Anlehnung an die Vorgaben der MAD den Begriff der Insiderinformation. Der einzige Unterschied besteht darin, dass die Vorschrift des österreichischen Rechts von einer „genauen Information“ spricht.⁶⁷ Dieser Begriff wird freilich entsprechend den Bestimmungen der 2003/124/EG konkretisiert. Sodann sind in § 48b BörseG mehrere Verbote normiert. Die Tatbestände unterscheiden danach, ob der Täter Insider ist oder nicht.⁶⁸ Auch sie weichen teilweise vom Wortlaut der Vorschriften der MAD ab. Dies zeigt sich eindrücklich beim schwerwiegendsten Verbot: Wer als Insider eine Insider-Information mit dem Vorsatz ausnützt, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, indem er (Nr. 1) davon betroffene Finanzinstrumente kauft, verkauft oder einem Dritten zum Kauf oder Verkauf anbietet, empfiehlt oder (Nr. 2) diese Information, ohne dazu verhalten zu sein, einem Dritten zugänglich macht, ist vom Gericht mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren, wenn durch die Tat ein 50.000 EUR übersteigender Vermögensvorteil verschafft wird, jedoch mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren zu bestrafen (§ 48b Abs. 1 BörseG).

⁶² Consob, Comunicazione n. DME/5078692 del 29.11.2005.

⁶³ Ausführlich § 19 Rn. 50f.

⁶⁴ Vgl. *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 20 Rn. 7; ausführlich *Kretschmer/Oppitz*, ÖBA 1994, S. 610ff.

⁶⁵ Kritisch zur strafrechtlichen Sanktionierung *Hausmaninger*, ÖBA 2003, S. 637f.

⁶⁶ Vgl. *Brandstetter*, *ecolx* 1998, S. 803.

⁶⁷ Dazu *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 20 Rn. 15.

⁶⁸ Der Begriff des Insiders ist in § 48b Abs. 4 BörseG entsprechend den Vorgaben der (MAD) definiert.

e) Schweden

Schweden kennt nur strafrechtliche Verbote von Insidergeschäften. Diese wurden 25 mehrere Male reformiert. Seit der Umsetzung der MAD zum 1. Juli 2005 sind die Rechtsgrundlagen über die Verbote im Marktmissbrauchsgesetz vorzufinden. Daneben existieren weitere Gesetze, die die Führung von Insiderlisten und bestimmte Handelsverbote regeln.⁶⁹ Sowohl die Verbote über Insidergeschäfte als auch der Begriff der Insiderinformation weichen von den Vorgaben des europäischen Rechts ab. So hat der schwedische Gesetzgeber kein Erwerbs- und Veräußerungsverbot normiert, sondern ein generalklauselartiges Verbot vorgesehen: Einem Insider ist es verboten, auf eigene Rechnung mit dem betreffenden Finanzinstrument zu handeln oder einen Handel mit dem Finanzinstrument durch Dritte im Wege einer Empfehlung oder auf andere Art und Weise zu veranlassen.⁷⁰ Bemerkenswert ist, dass auch fahrlässige Verstöße strafrechtlich sanktioniert werden können.⁷¹ Damit sollen die Fälle erfasst werden, in denen der Täter das Vorliegen einer Insiderinformation fahrlässig verkennt.

f) Spanien

Spanien nahm sich im Jahr 1988 im Vorgriff auf die Insiderrichtlinie des Phäno- 26 mens des Insiderhandels an. Bei der späteren Umsetzung der MAD und der zu ihrer Durchführung erlassenen Rechtsakte übernahm der spanische Gesetzgeber die Richtlinienbestimmungen im Wesentlichen eins-zu-eins.⁷² Bemerkenswert ist aber, dass er bezüglich der Insiderverbote mit dem Begriff der privilegierten Information (*información privilegiada*) einen anderen Terminus verwandte als für die Ad-hoc-Publizitätspflicht, die eine erhebliche Information (*información relevante*) zum Gegenstand hat. Ob beide Begriffe identisch auszulegen sind⁷³ oder ob der spanische Gesetzgeber die Marktmissbrauchsrichtlinie nicht ordnungsgemäß umgesetzt hat⁷⁴, ist noch nicht geklärt.

Das spanische Recht unterscheidet zwischen verwaltungs- und strafrechtlichen 27 Sanktionen. Die verwaltungsrechtlichen Verbote orientieren sich im Wesentlichen am Wortlaut der in der MAD vorgesehenen Verbote. Darüber hinaus verlangt Art. 81 Abs. 4 LMV von einem Insider, die Insiderinformationen geheim zu halten. Die strafrechtlichen Verbote sind anders konzipiert. So verbietet Art. 284 CP, Insi-

69 Vgl. *Veil/Walla*, Schwedisches Kapitalmarktrecht, S. 38.

70 Vgl. §2 Marktmissbrauchsgesetz.

71 Vgl. §3 Marktmissbrauchsgesetz. Dazu *Veil/Walla*, Schwedisches Kapitalmarktrecht, S. 48f.

72 Kritisch *Guitard Marin*, in: Uría, Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva, S. 301, 306.

73 *Entrena Ruiz*, El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador, S. 75f.; *Madrazo*, RMV No. 2-2008, S. 471, 473ff.

74 *Iribarren Blanco*, Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas, S. 90ff.

derinformationen zum Versuch der Preisverfälschung zu gebrauchen (*utilizar*). Ferner verbietet Art. 285 CP den Gebrauch (*uso*) und die Weitergabe (*suministro*) von Insiderinformationen. Die Strafbarkeit nach Art. 285 CP setzt voraus, dass ein Gewinn in Höhe von mindestens 600.000 EUR bzw. ein Schaden in gleicher Höhe verursacht wurde.

g) Vereinigtes Königreich

- 28 Das Vereinigte Königreich hat in Europa vergleichsweise früh Regelungen zur Bekämpfung des Insiderhandels und der Marktmanipulation eingeführt.⁷⁵ Ausgangspunkt für die Entwicklung des Insiderrechts war das Strafrecht,⁷⁶ das seit 1980 Sanktionen bei Insidergeschäften vorsieht und entscheidend von der Insiderrichtlinie geprägt ist.⁷⁷ Heute sind die Rechtsgrundlagen für das strafrechtliche Insiderhandels-, Verleittungs- und Weitergabeverbot im 5. Abschnitt des Criminal Justice Act 1993 (Sec. 52–64 sowie Schedule 1 und 2) normiert.⁷⁸ Zum anderen wurde bei Erlass des FSMA 2000 ein verwaltungsrechtliches Insiderverbot⁷⁹ in den 8. Abschnitt des FSMA 2000 aufgenommen. Denn es hatte sich gezeigt, dass das strafrechtliche Insiderhandelsverbot oft an dem Nachweis des subjektiven Tatbestandes scheitert.
- 29 Die nächsten Reformen erfolgten aufgrund der Umsetzung der Vorgaben der MAD durch die Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulation 2005.⁸⁰ Die Verbote von Insidergeschäften und Marktmanipulationen werden in einer einzigen Vorschrift (Sec. 118 FSMA) – „*under one umbrella*“⁸¹ – erfasst.⁸² Diese Regelungen werden durch den Code of Market Conduct (MAR) des FCA

75 Vgl. für einen Überblick über die Entwicklungsgeschichte des (aufsichtsrechtlichen) Marktmissbrauchsregimes *Melrose*, in: Blair/Walker/Purves, Financial Services Law, Rn. 8.01 ff.

76 Im *common law* lassen sich die Wurzeln des Insiderhandelsverbotes und der Marktmanipulation bis zum Anfang des 19. Jahrhunderts zurückverfolgen, vgl. *Alcock*, in: Gore-Browne on Companies, Abschnitt 42-1 (Update 68). Das *common law* wird hier weitgehend ausgeblendet, da es weder mit der Insiderrichtlinie noch der Marktmissbrauchsrichtlinie in einem direkten Zusammenhang steht.

77 5. Abschnitt des Company Act 1980.

78 Eingefügt in den CJA durch die Criminal Justice Act 1993 (Commencement No. 5) Order (SI 1994/242). Hierdurch wurde die Insiderrichtlinie in das Recht des Vereinigten Königreiches umgesetzt.

79 Die Terminologie ist nicht einheitlich. Von der früheren FSA wurde Sec. 118 FSMA als *civil market abuse regime* bezeichnet. Vgl. auch *Melrose*, in: Blair/Walker/Purves, Financial Services Law, Rn. 8.03.

80 Eine Gegenüberstellung des alten und neuen Insider- und Marktmanipulationsrechts findet sich bei *Russen*, Financial Services, S. 181 ff.

81 *Lomnicka*, in: Morse, Palmer's Company Law, Rn. 11.101 (Release 136, Oktober 2012).

82 Das Handelsverbot (Sec. 118 Abs. 2 FSMA) und das Weitergabeverbot (Sec. 118 Abs. 3 FSMA) beziehen sich auf den unionsrechtlich determinierten Begriff der Insiderinformation (Sec. 118C FSMA).

(vor dem 1. 4. 2013: FSA) Handbooks konkretisiert.⁸³ Das strafrechtliche Insiderregime blieb 2005 unverändert in Kraft. Der britische Gesetzgeber hielt eine Anpassung des Strafrechts für entbehrlich, da Art. 14 MAD nur verwaltungsrechtliche Sanktionen (*administrative measures*) vorschreibe.

Mit den Änderungen des Aufsichtsrechts ist ein komplexes Insiderregime entstanden. Denn das aufsichtsrechtliche Insiderrecht des Vereinigten Königreichs bezog sich vor der Umsetzung der MAD nicht auf eine „Insiderinformation“, sondern auf eine „relevante, nicht öffentlich verfügbare Information“ (*relevant information not generally available* – auch RINGA genannt). Der britische Gesetzgeber entschloss sich dazu, das bestehende, tendenziell strengere Regime – zumindest für eine Übergangszeit – weitgehend beizubehalten.⁸⁴ Rechtstechnisch geschah dies dadurch, dass der bisherige Verbotstatbestand in Sec. 118 Abs. 4 FSMA als Auffangregelung vorgesehen wurde.⁸⁵

Das Insiderregime setzt sich im Vereinigten Königreich somit aus drei Rechtsgrundlagen zusammen. Erstens existieren strafrechtliche Insiderhandels-, Verleittungs- und Weitergabeverbote (Sec. 52 ff. CJA). Diese Vorschriften wurden nicht an die Vorgaben der MAD angepasst. Zweitens gelten aufsichtsrechtliche Verbotstatbestände (Sec. 118 Abs. 2 und 3 FSMA), die der MAD entnommen wurden (das „neue“ Insiderrecht). Drittens fungiert das tendenziell weitergehende aufsichtsrechtliche Verbot des bisherigen Insiderrechts („altes“, für eine Übergangszeit fortbestehendes Recht-RINGA; Sec. 118 Abs. 4 FSMA) als Auffangtatbestand.⁸⁶

Hinzu kommt eine vierte, freilich nicht spezifisch insiderrechtliche Rechtsgrundlage. Die im FCA Handbook normierten *principles* sind aber in der Kapitalmarktpraxis von großer Bedeutung⁸⁷ und werden vor allem dann relevant, wenn einzelne Tatbestandsmerkmale des Insiderhandelsverbots nicht erfüllt sind oder nicht nachgewiesen werden können. Es handelt sich bei den *principles* um übergeordnete Rechtsgrundsätze (*high level standards*)⁸⁸, die im ersten Abschnitt des FCA Handbooks in den „Principles for Businesses“ (PRIN) niedergelegt sind.⁸⁹ Da diese *principles* im FCA Handbook als *rules* und somit als verbindliche Vor-

⁸³ Der Code of Market Conduct wurde im Zuge der Umsetzung der MAD von der früheren FSA durch das „Market Abuse Directive Instrument 2005“ (FSA 2005/15) modifiziert.

⁸⁴ Die *sunset-clause* wurde mehrere Male um jeweils ein Jahr verlängert, zuletzt bis Ende 2014; vgl. Krause/Brellocks, 8 CMLJ (2013), S. 283, 297.

⁸⁵ Die über die Vorgaben der MAD hinausgehenden Verbotstatbestände des alten Rechts werden auch als „*super-equivalent provisions*“ bezeichnet.

⁸⁶ In den letzten Jahren hat das RINGA-Regime allerdings keine Bedeutung mehr in der Aufsichtspraxis erlangt. Vgl. Krause/Brellocks, 8 CMLJ (2013), S. 283, 297.

⁸⁷ Zur Bedeutung der *principle-based regulation* für das Insiderrecht vgl. Mayhew J. I. B. L. R. (2007), S. 515 ff.; Alcock, Company Lawyer (2007), S. 163, 170 f.; Bazley, Company Lawyer (2007), S. 341 ff.

⁸⁸ Siehe zur prinzipienbasierten Kapitalmarktregulierung § 4 Rn. 43 ff.

⁸⁹ Entsprechende Prinzipien gelten auch für die von der FCA zugelassenen Personen („*approved persons*“). Diese Prinzipien sind in den „Statements of Principle and Code of Practice for Approved Persons“ (APER) FCA Handbook niedergelegt. Näher hierzu § 29 Rn. 23.

schriften deklariert sind, kann die FCA Bußgelder ausschließlich oder ergänzend auf eine Verletzung der sehr allgemein gehaltenen *principles* stützen.⁹⁰ Die in Sec. 118 FSMA normierten Verbote entfalten gegenüber den *principles* keine Sperrwirkung, so dass die FCA jederzeit auf die *principles* zurückgreifen kann. Die FCA kann also auch dann Sanktionen verhängen, wenn eine Information schon öffentlich bekannt und somit keine Insiderinformation mehr ist.⁹¹

3. Reform

- 33 Am 20. Oktober 2011 hat die Europäische Kommission Regelungsvorschläge zur Neuregelung des Marktmissbrauchs vorgestellt. Danach soll Marktmissbrauch durch Insiderhandel und Marktmanipulation in Zukunft primär durch eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates bekämpft werden (MAR). Ferner sollen die Mitgliedstaaten durch eine **Richtlinie** verpflichtet werden, **strafrechtliche Sanktionen** für Insidergeschäfte und Marktmanipulationen vorzusehen (CRIM-MAD).⁹² Die Kommission hat zur Begründung ihrer Regelungsvorschläge angeführt, die weltweite Wirtschafts- und Finanzkrise habe die Bedeutung der Marktintegrität deutlich gemacht. Die vom früheren CESR verfasste Studie⁹³ und der *de Larosière*-Bericht⁹⁴ hätten darauf aufmerksam gemacht, wie disparat und wenig abschreckend die administrativen und strafrechtlichen Sanktionen in Europa seien.⁹⁵ Deshalb sei es erforderlich, die Regeln auf andere Märkte auszuweiten und die Vorschriften über die Aufsicht und Sanktionen strenger auszugestalten.
- 34 Die gewichtigste Änderung würde darin bestehen, dass Marktmissbrauch in Zukunft durch eine in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltende Verordnung verboten wäre. Es würde also eine einheitliche Rechtslage in der EU bestehen.⁹⁶ Der Rat hat diese Grundrichtung gutgeheißen. Allerdings hat er sich in seinem Kompromissvorschlag aus dem Dezember 2012 für eine Reihe an alternativen Regelungen ausgesprochen.⁹⁷ Auch das Europäische Parlament hat sich zur Reform durch eine

90 Vgl. hierzu (mit entsprechendem Fallmaterial) *Bagge/Evans/Stephens*, Financial Service Decision Digest, S. 18f.; *Mayhew/Anderson*, J.I.B.L.R. (2007), S. 515, 519ff.; *Band/Hopper*, J.I.B.L.R. (2007), S. 231 ff.

91 Ein Beispiel hierfür ist die Entscheidung der früheren FSA in der Sache *Pignatelli* (Verletzung der *principles* 2 und 3 Code of Practice of Approved Persons); siehe Rn. 139.

92 Siehe § 1 Rn. 41.

93 CESR, Report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in member states under the market abuse directive (MAD), CESR/ 07-693, Februar 2008.

94 Vgl. *de Larosière*, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, 25.2.2009.

95 Vgl. Erwägungsgrund 34 MAR-KOM.

96 Den Mitgliedstaaten wäre es dann auch grundsätzlich nicht mehr erlaubt, strengere Regeln vorzusehen. Siehe dazu bereits oben Rn. 10; aus dem Schrifttum *Veil/Koch*, WM 2011, S. 2297, 2344; *Teigelack*, BB 2012, S. 1361, 1365; *Parmentier*, BKR 2013, S. 133, 134.

97 Siehe § 1 Rn. 41.

MAR und CRIM-MAD bekannt;⁹⁸ es hat aber ebenfalls zu einigen Themen eine abweichende Position eingenommen.

Nach dem Verordnungsentwurf der Kommission würden die Regeln über Insidergeschäfte auch für Finanzinstrumente gelten, die ausschließlich an multilateralen Handelssystemen (MTF) oder organisierten Handelssystemen (OTF) gehandelt werden.⁹⁹ Auch der außerbörsliche Handel (OTC-Geschäfte) wäre einbezogen.¹⁰⁰ Außerdem will die Kommission Insiderhandel auch bei ausschließlich außerbörslich gehandelten Derivaten verbieten.¹⁰¹ 35

Die konkrete Ausgestaltung der Insiderverbote und der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität werden zwischen Kommission, Rat und Parlament hoch kontrovers diskutiert. Die Kommission will, nach dem Vorbild des Vereinigten Königreichs, ein strenges Regime einführen. Dies zeigt sich eindrücklich bei der von ihr vorgeschlagenen – und vom Rat abgelehnten¹⁰² – neuen Kategorie einer Insiderinformation.¹⁰³ Dieser Reformvorschlag hätte zur Folge, dass die Insiderverbote sehr früh eingreifen würden.¹⁰⁴ 36

Ferner sollen die Eingriffsbefugnisse der nationalen Aufsichtsbehörden gestärkt werden.¹⁰⁵ Es ist eines der Hauptanliegen der Europäischen Kommission, durch die einheitliche Ausgestaltung und Verschärfung der Sanktionen eine höhere Abschreckung zu erreichen.¹⁰⁶ Die MAR macht daher sehr konkrete Vorgaben zu den administrativen Maßnahmen und Sanktionen.¹⁰⁷ Die Mitgliedstaaten sollen verpflichtet werden, detaillierte Vorschriften über die Verhängung von Geldbußen und über die Vorteilsabschöpfung in ihre nationalen Rechtsordnungen einzuführen. Schließlich sollen die Mitgliedstaaten durch die CRIM-MAD angehalten werden, bestimmte Handlungen unter Strafe zu stellen. Die strafrechtlichen Sanktionen sollen „die gesellschaftliche Missbilligung [der] Taten auf eine qualitativ andere Art deutlich machen als verwaltungsrechtliche Sanktionen oder zivilrechtliche Ausgleichsmechanismen“.¹⁰⁸ 37

III. Begriff der Insiderinformation

1. Bedeutung

Der Begriff der Insiderinformation ist für mehrere kapitalmarktrechtliche Verhaltensregeln von zentraler Bedeutung. So ist er zum einen Tatbestandsvoraussetzung für die drei Verbote von Insidergeschäften. Zum anderen prägt er die Ad-hoc-Pu- 38

⁹⁸ Siehe § 1 Rn. 41.

⁹⁹ Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. b) MAR-KOM.

¹⁰⁰ Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. c) MAR-KOM (bisher Art. 9 Unterabs. 1 MAD).

¹⁰¹ Vgl. Art. 2 Abs. 2 MAR-KOM.

¹⁰² Vgl. Art. 6 MAR-Rat.

¹⁰³ Vgl. Art. 6 MAR-KOM.

¹⁰⁴ Siehe unten Rn. 86.

¹⁰⁵ Vgl. Art. 17 MAR-KOM; dazu *Parmentier*, BKR 2013, S. 133, 140 ff.

¹⁰⁶ Vgl. Erwägungsgrund 34 MAR-KOM: „gleichwertige, starke und abschreckende Sanktionsregelungen“.

¹⁰⁷ Es handelt sich dabei um Regelungsaufträge an die Mitgliedstaaten. Die entsprechenden Vorschriften der MAR werden also nicht unmittelbar in den Mitgliedstaaten gelten, sondern müssen von diesen in ihre nationalen Rechte umgesetzt werden. Vgl. Art. 24 MAR-KOM.

¹⁰⁸ Vgl. Kommission, Begr. des Vorschlags, S. 3 f.

Siebtes Kapitel

Regulierung von Benchmarks

§ 30 Grundlagen

Literatur:

Abrantes-Metz, Rosa M./Kraton, Michael/Metz, Albert D./Seow, Gim, LIBOR Manipulation?, 36 Journal of Banking and Finance (2012), S. 136–150; *Abrantes-Metz, Rosa M./Rauterberg, Gabriel/Verstein, Andrew*, Revolution in Manipulation Law: The new CFTC Rules and the Urgent Need for Economic and Empirical Analyses, 15 U. of Pennsylvania Journal of Business Law (2012), S. 358–418; *Awrey, Dan*, Hardwired Conflicts: The Big Bang Protocol, Libor and the Paradox of Private Ordering, SSRN Working Paper, 2013; *Bainbridge, Stephen M.*, Reforming Libor: Wheatley versus the Alternatives, SSRN Working Paper, 2013; Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Towards better reference rate practises: a central bank perspective, März 2013; ESMA-EBA, Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU, Final Report, Juni 2013; *de Jager, Phillip/Parsons, Shaun*, Signs of JIBAR Manipulation?, SSRN Working Paper, Februar 2013; *Fleischer, Holger/Bueren, Eckart*, Die Libor-Manipulation zwischen Kapitalmarkt- und Kartellrecht, DB 2012, S. 2561–2568; FSA, The regulation and supervision of benchmarks, PS 13/06, März 2013; Hong Kong Association of Banks, Review of Hong Kong Interbank Offered Rate, November 2012; House of Commons, Fixing LIBOR: some preliminary findings, August 2012; Monetary Authority of Singapore, Proposed Regulatory Framework for Financial Benchmarks, Juni 2013; *Hull, John*, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. Aufl. 2012; IOSCO, Principles for Financial Benchmarks, Final Report, Juli 2013; IOSCO, Principles for Oil Price Reporting Agencies, Final Report, Oktober 2012; *Rauterberg, Gabriel/Verstein, Andrew*, Index Theory: The Law, Promise and Failure of Financial Indices, 30 Yale J. on Reg. (2013), S. 1–62; Wheatley Review of LIBOR, Final Report, September 2012.

I. Einführung

Als **Index** wird eine Kennzahl verstanden, die nach einer festgelegten Methodik auf Grundlage von Basiswerten ermittelt wird.¹ Dient dieser Index für andere Finanzprodukte oder Verträge als **Referenzwert**, so wird dieser Index als eine *Benchmark* bezeichnet.²

Auf den Finanzmärkten hat sich eine Vielzahl unterschiedlicher Referenzkennzahlen (**Benchmarks**) herausgebildet, die für die Preisbildung von Finanzinstru-

1 *Anderson*, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, Band 4, 1978, S. 98 ff.

2 Siehe zur Definition einer Benchmark § 31 Rn. 6.

menten sowie für die Bestimmung von Zahlungsverpflichtungen von herausragender Bedeutung sind.³ In der aktuellen Diskussion stehen vor allem **Interbankzinssätze** wie der Libor (*London Interbank Offered Rate*) oder der Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) im Mittelpunkt. Diese werden von den Marktteilnehmern unter anderem als Referenzwerte für hypothekenbesicherte Kreditverträge sowie für Zins-Derivate (etwa Swap-Geschäfte) genutzt. Es wird geschätzt, dass an den Libor Finanzprodukte im Wert von mindestens 360 Billionen Dollar gekoppelt sind.⁴ Der Libor wurde vor diesem Hintergrund als „wichtigste Nummer der Welt“ bezeichnet.⁵

- 3 Der **Libor** wird bislang jeden Arbeitstag um 11.00 Uhr vormittags im Auftrag der British Banking Association (BBA; ab 2014: der NYSE Euronext Rate Administration Ltd.) vom Informationsanbieter Thomson Reuters für verschiedene Zinsfälligkeiten und Währungen festgelegt. Der Referenzzinssatz beruht auf den Zinsmitteilungen ausgewählter Großbanken (dem sogenannten „Panel“). Die Panel-Banken geben den Zinssatz an, zu denen sie erwarten, sich auf dem Interbankengeldmarkt ohne Stellung von Sicherheiten refinanzieren zu können.⁶ Es handelt sich hierbei somit lediglich um eine Schätzung. Der Libor-Zinssatz wird unter Ausschluss der höchsten und der niedrigsten 25% der übermittelten Werte als arithmetisches Mittel berechnet. Der **Euribor** ist das europäische Pendant zum Libor. Ähnlich wie beim Libor soll der Euribor die durchschnittlichen Zinskosten von Banken mit erstklassiger Bonität (*prime banks*) auf dem Euro-Interbankenmarkt für Euro-Termingelder widerspiegeln. Zu diesem Zweck werden die teilnehmenden Panelbanken zu dem Zinssatz befragt, zu dem eine Bank mit erstklassiger Bonität bereit ist, einer anderen ebensolchen Bank für eine gegebene Laufzeit innerhalb der Eurozone Termineinlagen (*interbank deposits*) zur Verfügung zu stellen, wobei die jeweils höchsten und niedrigsten 15% der übermittelten Zinsangaben bei der Berechnung des Euribor keine Berücksichtigung finden.⁷ Ebenso wie der Libor basiert der Euribor somit nicht auf realen Transaktionswerten, sondern auf subjektiven Einschätzungen der Banken. Benchmarks spielen ferner auf den Rohstoffmärkten (vgl. etwa die Referenzpreise des **Informationsanbieters Platts** für den Rohöl-Handel) eine überragende Rolle.⁸

3 Vgl. für einen Überblick: Kommission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts, Impact Assessment, 18. 9. 2013, SWD (2013) 337 final, S. 84ff. und S. 128ff.

4 Wheatley Review of LIBOR, Final Report, Rn. C.7. Dies entspricht dem einhundertfachen (!) der jährlichen Wirtschaftsleistung der Bundesrepublik Deutschland. Insgesamt sollen an Zinsindizes Finanzinstrumente im Wert von bis zu 1.015 Billionen Dollar gekoppelt sein. Vgl. Kommission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts, Impact Assessment, 18. 9. 2013, SWD (2013) 337 final, S. 78.

5 Libor: The World's Most Important Number, MoneyWeek v. 10. 10. 2008 (abrufbar unter: <http://moneyweek.com/libor-the-worlds-most-important-number-13816>).

6 Die von den Panelbanken zu beantwortende Frage lautet: „At which rate could you borrow funds, were you do so by asking for and then accepting inter-bank offers in a reasonable market size prior to 11 am?“. Vgl. BBA Libor Explained (abrufbar unter <http://www.bbalibor.com>).

7 Weiterführend *Fleischer/Bueren*, DB 2012, S. 2561 f.

8 IOSCO, Principles for Oil Price Reporting Agencies, Final Report.

II. Rechtstatsächlicher Hintergrund und Regelungsinitiativen

Die große Bedeutung von Referenzkennzahlen für die Kapitalmärkte wurde lange 4
Zeit sowohl vom Gesetzgeber als auch von der Rechtswissenschaft nicht erkannt.
Eine spezifische staatliche Regulierung von Benchmarks existiert bis dato nicht.⁹
Dieser Bereich ist bislang durch ein System der Selbstregulierung geprägt.

Erst im Zuge des Bekanntwerdens mutmaßlicher Manipulationen des Libor- 5
und des Euribor-Referenzzinssatzes durch eine Reihe von Großbanken („Li-
bor-Skandal“) geriet die Regulierung von Benchmarks in den Blickpunkt des Ge-
setzgebers.¹⁰ Inzwischen haben Aufsichts- und Kartellbehörden weltweit Ermitt-
lungen wegen möglicher Manipulationen von Interbanken-Referenzzinssätzen
sowie weiterer Benchmarks im Derivate- und Rohstoffgeschäft eingeleitet.¹¹ Gegen
die britische Barclays Bank, die Schweizer UBS sowie die schottische RBS wurden
wegen Manipulationen des Libor- und des Euribor Bußgelder in Höhe von insge-
samt 2,5 Milliarden Dollar verhängt.¹²

Rechtstatsächliches Anschauungsmaterial für die Manipulationsvorwürfe liefert die am 27. 6
Juni 2012 gegen die **Barclays Bank**¹³ ergangene Entscheidung der englischen FSA (ab April
2013: FCA). Barclays plc. (bzw. deren Derivatehändlern) wurde vorgeworfen, im Zeitraum
von 2005 bis 2009 den Libor durch Übermittlung unrichtiger Zinsmitteilungen zum eigenen
Vorteil manipuliert zu haben. Die Entscheidung stützt sich im Kern auf zwei Vorwürfe:
Zum einen teilten nach Ermittlungen der Aufsichtsbehörde Derivate-Händler der Bank be-
reits vor der Finanzkrise – mutmaßlich in Absprache mit Händlern anderer Kreditinstitute
– der BBA unrichtige Zinssätze mit, um hierdurch den kurzfristigen Profit der Bank zu

9 In verschiedenen europäischen Richtlinien und Verordnungen sind jeweils bereits Einzel-
aspekte adressiert. Vgl. die unter Nr. 1.2. der Begründung des Vorschlags der Benchmark-
VO genannten Beispiele. Gesetzgeberische Maßnahmen zur Verhinderung von Bench-
mark-Manipulationen wurden ferner auf nationaler Ebene im Vereinigten Königreich so-
wie in Dänemark erlassen.

10 Ausführlich zur Entwicklung des „Libor-Skandals“ *Bainbridge*, Refoming Libor, SSRN
Working Paper, S. 6ff.

11 Vgl. zur Entwicklung in Asien Monetary Authority of Singapore, Proposed Regulatory
Framework for Financial Benchmarks, Juni 2013 (abrufbar unter: <http://www.mas.gov.sg>);
Hong Kong Association of Banks, Review of Hong Kong Interbank Offered Rate,
November 2012 (abrufbar unter: <http://www.tma.org.hk>); vgl. auch die Entscheidung der
Japan Financial Services Agency (JFSA) gegen RBS Securities Japan Ltd. v. 12. 4. 2013
(abrufbar unter: <http://www.fsa.gov.jp/en/news/2013/20130412.html>); vgl. zum Vereinig-
ten Königreich die Final Notices der FSA v. 27. 6. 2012 (Barclays), 19. 12. 2012 (UBS) und
6. 2. 2013 (RBS), jeweils abrufbar unter: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final>;
vgl. zu den Entwicklungen in den USA CFTC Order v. 27. 6. 2012 (Barclays) und 19. 12. 2012
(UBS), jeweils abrufbar unter: <http://www.cftc.gov>; siehe ferner das non-prosecution
agreement zwischen dem US Department of Justice und Barclays v. 26. Juni 2012 (abruf-
bar unter: <http://www.justice.gov/iso/opa/resources/337201271017335469822.pdf>); zur
Entwicklung in Südafrika *de Jager/Parsons*, Signs of JIBAR Manipulation?, SSRN Wor-
king Paper, Februar 2013.

12 Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System, März
2013, S. 20 unter Fn. 1 (abrufbar unter: <http://www.eba.europa.eu>). Siehe hierzu bereits
§ 29 Rn. 91.

13 FSA, Final Notice, 27. 6. 2012. Siehe hierzu bereits § 29 Rn. 91.

maximieren.¹⁴ Hintergrund war, dass Barclays – wie viele andere Banken auch – in Zinsderivate (etwa außerbörslich getätigte Swap-Geschäfte) investierte und (je nach Handelsposition) entweder von einem steigenden oder von einem sinkenden Libor profitierte.¹⁵ Zum anderen geht die FSA davon aus, dass Barclays während der Finanzkrise bewusst unrichtige – und zwar zu niedrige – Zinsmitteilungen an die BBA tätigte, um hierdurch auf den Kapitalmärkten ein positives Signal bezüglich der eigenen Zahlungsfähigkeit zu senden. Gestützt auf die FSA Principles wurde gegen Barclays ein Bußgeld in Höhe von 59,6 Millionen Pfund verhängt.¹⁶

- 7 Es ist absehbar, dass die Missbrauchsvorgänge eine umfassende Reaktion des Gesetzgebers hervorrufen werden. So hat im Vereinigten Königreich eine vom Finanzministerium in Auftrag gegebene Studie Vorschläge zur Reform des Libor vorgelegt (*Wheatley-Review*)¹⁷, die in weiten Teilen vom Gesetzgeber bereits umgesetzt wurden.¹⁸ Auf europäischer Ebene haben die ESMA und EBA – in enger Abstimmung mit der Europäischen Kommission¹⁹ sowie der IOSCO²⁰ – gemeinschaftlich erarbeitete **Prinzipien für die Ermittlung von Referenzgrößen** vorgestellt.²¹ Diese sollen den Marktteilnehmern als Referenzrahmen dienen, bis rechtsverbindliche Legislativmaßnahmen zur Regulierung von Benchmarks verabschiedet werden. Zudem hat die Europäische Kommission einen „geänderten Vorschlag für eine Verordnung bzw. Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation“ vom 25. Juli 2012 vorgelegt. Dieser sieht in Art. 8 Abs. 1 lit. d) der Verordnung²² bzw. Art. 4 lit. e) der Richtlinie²³ ein aufsichtsrechtliches bzw. strafrechtliches Verbot der **Benchmarkmanipulation** vor.
- 8 Höhepunkt der Reformentwicklung stellt der am 18. September 2013 von der Europäischen Kommission veröffentlichte **Entwurf einer Verordnung über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Benchmarks verwendet werden** (im Folgenden: **Benchmark-VO**) dar.²⁴ Der Veröffentlichung der Benchmark-VO ging eine umfangreiche Konsultation der Marktteilnehmer vor-

14 FSA, Final Notice v. 27.6. 2012, Rn. 53 ff.

15 Zur Funktionsweise der Zins-Derivate anschaulich *Fleischer/Bueren*, DB 2012, S. 2561, 2562.

16 Siehe § 29 Rn. 91.

17 Wheatley Review of LIBOR, Final Report, September 2012.

18 The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) (Amendment) Order 2013; HM Treasury, Implementing the Wheatley Review, draft secondary legislation, November 2012; FSA, PS 13/6: The regulation and supervision of benchmarks, März 2013.

19 Kommission, Consultation Document on the Regulation of Indices, September 2012.

20 IOSCO, Principles for Financial Benchmarks, Final Report, Juli 2013.

21 ESMA/EBA, Principles for Benchmarks-Setting Process in the EU, Final Report, ESMA/2013/658, Juni 2013.

22 Kommission, Geänderter Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (vorgelegt gemäß Artikel 293 Absatz 2 AEUV) v. 25.7. 2012, COM(2012) 421 final.

23 Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation v. 25.7. 2012, COM(2012) 420 final.

24 Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates

raus. Hiermit liegt erstmals ein umfassender Regelungsentwurf zur Regulierung von Benchmarks vor.

III. Funktionen von Benchmarks

Die Funktionen von Referenzkennzahlen wurden im rechtswissenschaftlichen Schrifttum bislang nicht näher untersucht.²⁵ Es lassen sich vier Funktionen von Benchmarks unterscheiden:

Bereits angesprochen wurde die **Referenzfunktion** von Benchmarks. Sie dienen Marktteilnehmern als Referenzwert, um Preise von Finanzinstrumenten sowie vertragliche Zahlungsverpflichtungen zu bestimmen.

Für einen Rückgriff auf anerkannte Benchmarks besteht vor allem bei langfristigen Finanzierungsverträgen (etwa Hypothekenkrediten) ein besonderes Bedürfnis. Anstelle den Zinssatz *ex ante* für die gesamte Vertragslaufzeit festlegen zu müssen, können die Vertragsparteien diesen stattdessen an einen anerkannten Referenzwert – etwa den Libor – koppeln.²⁶ Benchmarks spielen ferner für die Preisbildung von derivativen Finanzinstrumenten eine zentrale Rolle.²⁷

Benchmarks haben *zweitens* eine wichtige Funktion bei der Vornahme von Investitionsentscheidungen (**Investitionsfunktion**). Diese kommen beispielsweise in der Vermögensverwaltung zum Einsatz. Anerkannte Referenzwerte werden hier genutzt, um die Performance eines Vermögensverwalters zu messen (*performance benchmark*).²⁸ Benchmarks bilden ferner die Grundlage für sogenannte „Indexfonds“, die versuchen, einen repräsentativen Index wie etwa einen Aktienindex (DAX-30, FTSE 100, Euro Stoxx 50) möglichst genau abzubilden.

Drittens nehmen Benchmarks eine wichtige Rolle für die Informationsverarbeitung auf den Kapitalmärkten ein (**Informationsfunktion**). So wurde beispielsweise während der Finanzmarktkrise ein steigender Libor-Satz als Indikator für eine erhöhte Vertrauensanfälligkeit des Bankensektors gewertet. Niedrige Zinsmittei-

über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Benchmarks verwendet werden, 18.9.2013, COM (2013) 641 final.

²⁵ Vgl. allerdings *Rauterberg/Verstein*, 30 Yale J. on Reg. 1, S. 9f. (2013).

²⁶ Vgl. etwa zum Produktangebot der UBS <http://www.ubs.com/ch/de/swissbank/privatkunden/finanzieren/overview/libor.html>.

²⁷ Derivate sind Finanzinstrumente, deren Werte von anderen Werten (*underlying*) abhängen. Als Basiswert fungiert typischerweise ein anerkannter Index, etwa der Libor. Dies lässt sich am Beispiel von Zins-Swaps illustrieren: Hier werden von Parteien feste Zinszahlungen (beispielsweise eine Zahlung von 5%) gegen variable Zahlungen (beispielsweise dem jeweils geltenden 3-Monats Libor) getauscht. Vgl. für Einzelheiten *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, S. 200ff. und *passim*.

²⁸ So ist beispielsweise denkbar, dass das Performance-Ziel eines Vermögensverwalters als prozentualer Aufschlag über eine vorab definierte Referenzkennzahl – etwa den Libor – definiert wird. Instrukтив hierzu die Stellungnahmen des BVI zu den Regulierungsvorschlägen der Kommission (abrufbar unter: <http://www.bvi.de/regulierung/positionen/markt-und-stammdaten/indexdaten>).

lungen einzelner Banken wurden demgegenüber vom Markt als Zeichen wirtschaftlicher Stärke interpretiert (Leuchtturmfunktion von Benchmarks).

- 14 Der ehemalige stellvertretende Gouverneur der Bank of England, *Paul Tucker*, beschreibt diesen Zusammenhang wie folgt: „[W]hat is important from quite early in the crisis, from the summer of 2007 onwards, is that LIBOR became increasingly used as a *summary statistic* of what was going on in the market. [...] [E]verybody rather slipped into the habit of using LIBOR as a kind of portmanteau term for money market conditions, bank funding conditions, actual submissions [...]“²⁹
- 15 Schließlich werden Benchmarks *viertens* vom Gesetzgeber und den Behörden für regulatorische Zwecke eingesetzt (**Regulierungsfunktion**). So legt beispielsweise die Schweizer Nationalbank zur Umsetzung ihrer Geldpolitik ein Zielband für den Libor für dreimonatige Anlagen in Franken fest.³⁰ In Deutschland müssen Zahlendienstleister gem. § 675g Abs. 3 BGB seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Verbraucherkreditrichtlinie³¹ vom Juni 2010 vereinbarte Kreditzinsen (etwa der Dispositionszins) an einen Referenzwert koppeln, wenn diese den Zinssatz ohne Benachrichtigung des Kunden ändern wollen. Als Referenzwert wird hierbei häufig der EZB-Leitzins oder aber der Drei-Monats-Euribor verwendet.³²

²⁹ House of Commons, Treasury Committee, Fixing LIBOR: some preliminary findings, August 2012 Rn. 41 (Hervorhebungen hinzugefügt).

³⁰ Vgl. die Ausführungen auf der Homepage der Schweizer Nationalbank (abrufbar unter: http://www.snb.ch/de/i/about/monpol/id/monpol_strat).

³¹ BGBl. 2009 I Nr. 49, S. 2335.

³² *Casper*, in: Münchener Kommentar zum BGB, 6. Aufl. 2012, § 675g Rn. 15.