



CB

Europäisches Wirtschaftsrecht

Prof. Dr. Caspar Behme
Wintersemester 2023/24

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Überblick



- Begriff des “Marktes”
 - Ort, an dem gehandelt wird
 - Handel = Austausch von (materiellen und immateriellen) Gütern
 - Aufeinandertreffen von Angebot und Nachfrage
 - Angebot: Menge an vorhandenen Gütern / Dienstleistungen im Markt
 - Nachfrage: Absicht, Güter / Dienstleistungen zu erwerben
- Begriff des “Kapitals”
 - Soziologie
 - Volkswirtschaft
 - Sachkapital
 - Geldkapital
 - Humankapital
 - Betriebswirtschaft
 - Eigenkapital
 - Fremdkapital

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Überblick



- Begriff des “Kapitalmarktes”
 - Kapitalmarkt = Markt, an dem Kapital (Eigenkapital und Fremdkapital) gehandelt wird
 - Funktion des Kapitalmarkts aus Unternehmenssicht: Unternehmensfinanzierung
 - Beschaffung von Eigenkapital: Gewinnung (zahlreicher) neuer Anteilseigner (z.B. Emission von Aktien)
 - Beschaffung von Fremdkapital: Gewinnung (zahlreicher) neuer Darlehensgeber (z.B. Emission einer Anleihe)
 - Begriff des „Primärmarkts“ (Emissionsmarkt): Emittent fragt Kapital nach und begibt zum Beleg Wertpapiere
 - Funktion des Kapitalmarkts aus Anlegersicht: Erwirtschaftung von Rendite
 - Als Eigenkapitalgeber: Dividende (vom Unternehmenserfolg abhängige Rendite)
 - Als Fremdkapitalgeber: Zinsen (vom Unternehmenserfolg unabhängige Rendite)
 - Risikostreuung
 - Handelbarkeit von Kapitalmarktinstrumenten / Erzielung von Spekulationsgewinnen
 - Begriff des „Sekundärmarkts“: Handel mit Kapitalmarkt-instrumenten, die sich bereits im Umlauf befinden

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Überblick



- **Regulierungsziele**
 - Transparenz (Offenlegung sämtlicher kapitalmarktrelevanter Informationen)
 - Stärkung des Vertrauens der Anleger
 - Schutz der Anleger
- **Regulierungsebenen**
 - Staatliche vs. private Regulierung
 - Europäische vs. mitgliedstaatliche Regulierung (Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung, Subsidiaritätsprinzip)
- **Regulierungsinstrumente**
 - Aufsichtsrecht vs. Privatrecht (Kapitalmarktrecht als Schnittstellenmaterie)
 - „Hard Law“ vs. „Soft Law“
 - „Disclosure“ vs. „Substantial Regulation“
 - Vollharmonisierung vs. Minimalharmonisierung
 - Verordnung vs. Richtlinie

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Handelsplätze (MiFID II/MiFIR, vgl. § 2 Abs. 5 BörsG)



- Breites Themenspektrum
 - Organisation der Wertpapiermärkte, u.a. Handelsplätze, Handelssysteme, Handelsausführung und Handelsaufsicht
 - Festlegung von Mindestbefugnissen für Regulierungsbehörden
- Handelsplätze (Art. 44 – 56 MiFID II)
 - Staatliche vs. private Regulierung
 - Europäische vs. mitgliedstaatliche Regulierung (Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung, Subsidiaritätsprinzip)
- Regulierungsinstrumente
 - Geregelte Märkte, die von Marktbetreibern mit staatlicher Erlaubnis betrieben werden (z. B. die Deutsche Börse AG als Betreiber der Frankfurter Wertpapierbörse)
 - Multilaterale Handelssysteme (MTFs), die von privaten Wertpapierfirmen oder Marktbetreibern betrieben werden (z. B. die in London ansässige Chi-X Europe)
 - Systematische Internalisierer (SIs) → Wertpapierfirmen, die auf eigene Rechnung handeln, indem sie Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF ausführen

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Handelsausführung



- Regulierungsziele:
 - Förderung eines fairen, transparenten und effizienten Handels
 - Sicherstellung des gleichberechtigten Zugangs zu allen wesentlichen Informationen über Markttransaktionen
- Transparenzpflichten für den Aktienhandel (MiFID II)
 - Vorbörsliche Transparenz: Veröffentlichung der aktuellen Geld- und Briefkurse
 - Nachhandelstransparenz: Veröffentlichung von Preis, Volumen und Zeitpunkt der Transaktionen
 - Gilt für alle drei Handelsplattformen
- Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung für Wertpapierfirmen (Art. 27 MiFID II)
 - Ausführung von Aufträgen zu den für den Kunden günstigsten Bedingungen
 - Geschäfte müssen an den Handelsplätzen mit den niedrigsten Transaktionskosten ausgeführt werden

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Primärmarktregulierung – Prospektanforderungen



- Regelung der (Erst-)Emission von Wertpapieren durch Unternehmen
- Warum Prospektpflicht?
 - Förderung der Informations- und Allokationseffizienz der Finanzmärkte
→ Informationsasymmetrien können zu einer ungünstigen Auswahl von Emittenten und in der Folge zu einer Fehlallokation von Kapital und Marktversagen führen.
 - Verbesserung der operativen Effizienz der Finanzmärkte → Vermeidung von hohen und mehrfachen Suchkosten
- Gemeinsamer Regulierungsansatz in den USA und der EU
 - Eintrittsstrategie: obligatorische Offenlegung (Erstellung eines Prospekts) bei jedem öffentlichen Angebot von Wertpapieren und/oder Handel auf einem geregelten Markt
 - EU: Art. 3 Prospektverordnung (2017/1129); USA: § 10 SA 1933

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Primärmarktregulierung – Prospektanforderungen



- Keine Geltung der Prospektvorschriften für Emissionen von Wertpapieren mit einem Wert von < 1 Mio. EUR
- Inhalt des Prospekts (Art. 13 Prospekt-VO)
 - Vollständigkeit, Klarheit, Genauigkeit und Aktualität der Informationen
- Keine Veröffentlichung ohne vorherige Genehmigung (Art. 20 Prospekt-VO)
- Grenzüberschreitende Angebote und Zulassung zum Handel
 - Reibungsverluste sind wahrscheinlich, wenn Wertpapiere in mehreren MS ausgegeben werden
 - Lösung: Herkunftslandprinzip und gegenseitige Anerkennung ("Europäischer Pass")
 - Das Recht des Herkunftslandes des Emittenten ist maßgeblich (eingetragener Sitz, Art. 2(1)(m)(i) Prospekt-VO)
 - Nicht-EU-Emittenten können das Herkunftsland bis zu einem gewissen Grad wählen (Prinzip des betroffenen Marktes)
 - Genehmigung des Prospekts durch den Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten, der von jedem Aufnahmemitgliedstaat anerkannt werden muss (Art. 13 Abs. 1, 24 Abs. 2 Prospekt-VO)
- Prospekthaftung

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Sekundärmarktregulierung – Überblick



- Zwei Hauptregelwerke auf EU-Ebene
 - Transparenzrichtlinie und Rechtsrahmen für Marktmissbrauch (Verordnung und Richtlinie)
 - Kernstücke: Offenlegung von Informationen und Kontrolle von unrechtmäßigem Marktverhalten
- Warum Informationsoffenlegung?
 - Förderung der Informationseffizienz der Finanzmärkte
 - Verringerung von Informationsasymmetrien auf sekundären Wertpapiermärkten, indem den Marktteilnehmern wesentliche Informationen so schnell wie möglich zur Verfügung gestellt werden
 - Verbesserung der effizienten Kapitalallokation (Markt für Unternehmenskontrolle)
 - Erhöhung der operativen Effizienz der Finanzmärkte (Suchkosten)
 - Stärkung der institutionellen Effizienz und des Vertrauens der Anleger
 - Gleichbehandlung der Anleger in Bezug auf die Informationsversorgung
 - Förderung fundierter Investitionsentscheidungen

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Sekundärmarktregulierung – Transparenzrichtlinie (2004/109/EG)



- Regelmäßige Finanzberichte von Emittenten (Art. 4 und 5 T-RL)
 - Jährliche, halbjährliche und vierteljährliche Finanzberichte
 - Zweck: Ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Finanzlage und der Leistung des Emittenten
- Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen (Art. 9 - 15 T-RL)
 - Änderungen in der Zusammensetzung der Aktionäre können dem Markt wichtige Signale bezüglich des fundamentalen Wertes des Emittenten geben
 - Aktionäre müssen den Emittenten informieren, wenn die Schwellen von 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% oder 75% erreicht, überschritten oder unterschritten werden
- Herkunftslandprinzip (Art. 3 T-RL)
 - Im Allgemeinen gelten die Offenlegungspflichten des "Herkunftsmitgliedstaats" des Emittenten (Art. 2 Abs. 1 (i) T-RL)
 - Europäische Emittenten: bestimmt durch den eingetragenen Sitz
 - Nicht-EU-Emittenten: können das Herkunftsland bis zu einem gewissen Grad frei wählen
 - Der Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten kann/der Aufnahmemitgliedstaat darf keine strengeren Bestimmungen auferlegen

§ 9 – Europäisches Finanzmarktrecht: Sekundärmarktregulierung – Verhinderung von Marktmissbrauch



- Nebeneinander von Verordnung und Richtlinie
 - Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch
 - Richtlinie 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen für Marktmissbrauch (verlangt von allen MS, harmonisierte Straftatbestände für Insiderhandel und Marktmanipulation zu schaffen)
- "Insider-Informationen" (Art. 7(1)): (1) Genaue Information, (2) noch nicht öffentlich, (3) die sich auf Emittenten von und/oder auf Finanzinstrumente bezieht, (4) die geeignet ist, den Kurs dieser Instrumente erheblich zu beeinflussen
- Verbot der Nutzung von Insider-Informationen (Art. 14) durch (i) Tätigkeit von Insider-Geschäften, (ii) Empfehlung von Insider-Geschäften und (iii) rechtswidrige Weitergabe von Insider-Informationen
- Unverzögliche (Ad-hoc-)Offenlegung von Informationen durch Emittenten (Art. 17(1))
 - Emittenten müssen Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich offenlegen.
 - Verzögerung der Offenlegung nur bei berechtigten Interessen (z.B. laufende Verhandlungen)
- Verbot der Marktmanipulation durch jede Person (Art. 15)