

# **Zentralisierung der Aufsicht, neues Börsenrecht und verschärfte Haftung im deutschen Kapitalmarktrecht**

*Jan von Hein*

- I. Einführung
- II. Zentralisierung der Aufsicht
  - 1. Die herkömmliche Rechtslage
  - 2. Neuerungen durch das FinDAG
  - 3. Deutschland als Beispiel für eine internationale Konvergenz der Finanzdienstleistungsaufsicht?
  - 4. Reformvorschläge auf und seit dem 64. DJT 2002
  - 5. Die europäische Perspektive
  - 6. Zusammenfassung
- III. Neuerungen im Börsenrecht
  - 1. Beibehaltung der öffentlichrechtlichen Börsenstruktur
  - 2. Einführung von Qualitätssegmenten auf der Basis der Börsenordnung
  - 3. Weitere Änderungen
  - 4. Zusammenfassung
- IV. Haftungsverschärfungen im Kapitalmarktrecht
  - 1. Einführung
  - 2. Prospekthaftung
  - 3. Ad-hoc-Publizität
  - 4. Zusammenfassung
- V. Ergebnis

## **I. EINFÜHRUNG**

Das deutsche Kapitalmarktrecht befindet sich seit mehr als einem Jahrzehnt aufgrund eines wachsenden internationalen Wettbewerbsdrucks, technologischer Anpassungszwänge und europäischer Harmonisierungsbestrebungen im Umbruch.<sup>1</sup> Dieser Modernisierungsprozess führte bereits in den neunziger Jahren des 20. Jahrhunderts zu umfangreichen Reformen<sup>2</sup>. Im Jahre 2002 verstärkten sich diese Bemühungen erneut.

- 
- 1 Für einen umfassenden Überblick über die Entwicklung des deutschen Kapitalmarktrechts siehe K.J. HOPT, Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, in: Heldrich / Hopt (Hrsg.), 50 Jahre Bundesgerichtshof – Festgabe aus der Wissenschaft, Band II: Handels- und Wirtschaftsrecht, Europäisches und Internationales Recht (München 2000) 497; für eine konzise Einführung in das geltende Recht siehe H. MERKT / O. ROSSBACH, Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, in: Juristische Schulung (2003) 217; zur eng damit verknüpften Reformdiskussion im Aktienrecht statt vieler U. SEIBERT, Aktienrechtsreform in Permanenz?, in: Die Aktiengesellschaft (2002) 417.
  - 2 Überblick über die Kapitalmarktgesetzgebung der neunziger Jahre bei D. ZIMMER, Entwicklungslinien des Kapitalmarktrechts, in: Schwintowski (Hrsg.), Entwicklungen im deutschen und europäischen Wirtschaftsrecht – Symposium zum 65. Geburtstag von U. Immenga (Baden-Baden 2001) 39, 52 ff.

Bereits seit längerer Zeit kursierende Ideen zur Straffung der Finanzdienstleistungsaufsicht, zur Modernisierung des Börsenrechts und zur Haftungsverschärfung im Kapitalmarktrecht wurden mit Hilfe zweier umfangreicher Gesetzeswerke, dem Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG<sup>3</sup>) und dem vierten Finanzmarktförderungsgesetz (4. FMFG<sup>4</sup>), verwirklicht.

Die anhaltende Vertrauenskrise sowohl auf dem deutschen als auch auf dem internationalen Kapitalmarkt, die nicht zuletzt durch spektakuläre Zusammenbrüche US-amerikanischer Unternehmen (*Enron*, *WorldCom*) ausgelöst worden war<sup>5</sup>, sorgte jedoch dafür, dass die Reformdiskussion auch nach Verabschiedung der jüngsten deutschen Gesetzesänderungen nicht zur Ruhe kam. Insbesondere der im Juli 2002 in den USA als Reaktion auf die dortige *Corporate-Governance*-Krise erlassene *Sarbanes-Oxley-Act*<sup>6</sup>,

- 
- 3 Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 22. April 2002 (BGBl. I 1310), zuletzt geändert durch Art. 2 des Gesetzes vom 23. Juli 2002 (BGBl. I 2778); hierzu J. FÜRHOFF / G. SCHUSTER, Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts im Jahr 2002, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (2003) 134.
  - 4 BGBl. 2002 I 2010; Überblick z.B. bei G. BAUR / O. WAGNER, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Neuerungen im Börsen- und Wertpapierhandelsrecht, in: Die Bank (2002) 530; U. FENCHEL, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, in: Deutsches Steuerrecht (2002) 1355; H. FLEISCHER, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, in: Neue Juristische Wochenschrift (2002) 2977; K. GROSSMANN / T. NIKOLEYCZYK, Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, in: Der Betrieb (2002) 2031; S. HUTTER / F. LEPPERT, Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (2002) 649; B. RUDOLPH, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?, in: Betriebs-Berater (2002) 1036.
  - 5 Aus der Vielzahl US-amerikanischer Beiträge hierzu seien stellvertretend genannt: W.W. BRATTON, *Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, in: Tulane Law Review 76 (2002) 1275; J.C. COFFEE, *Understanding Enron: „It’s about the Gatekeepers, Stupid“*, in: The Business Lawyer 57 (2002) 1403; J.N. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in: University of Chicago Law Review 69 (2002) 1233; S.L. SCHWARCZ, *The Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures (July 2002)*, <[http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID306820\\_code020512560.pdf?abstractid=306820](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID306820_code020512560.pdf?abstractid=306820)>; in deutscher Sprache D.C. DONALD, *Die Entwicklung der US-amerikanischen Corporate Governance nach Enron*, in: Wertpapier-Mitteilungen (2003) 705; Zusammenstellung von Artikeln aus der amerikanischen Wirtschaftspresse über die einschlägigen Skandale bei J. SUROWIECKI (Hrsg.), *Best Business Crime Writing of the Year (New York 2002)*.
  - 6 H.R. 3763, im Internet abrufbar unter <<http://www.news.findlaw.com/hdocs/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>>; Analyse aus US-amerikanischer Sicht z.B. bei L.A. CUNNINGHAM, *The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And It Might Just Work)*, erscheint in: University of Connecticut Law Review 36 (2003); M.A. PERINO, *Enron’s Legislative Aftermath: Some Reflections on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, <[http://ssrn.com/abstract\\_id=350540](http://ssrn.com/abstract_id=350540)>; L.E. RIBSTEIN, *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud – A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in: Journal of Corporation Law 28 (2002) 1; deutschsprachige Darstellungen bei P.S. ATKINS, *Der US-Sarbanes-Oxley Act: Zielsetzungen, Inhalt und Implementierungsstand*, in: Der Konzern in Recht und Wirtschaft (2003) 260; DONALD (Fn. 5); M. GRUSON / M. KUBICEK, *Der*

der im Gewande kapitalmarktrechtlicher Regulierung substanziell in die Corporate Governance der betroffenen Unternehmen eingreift (z.B. in Bezug auf die Einrichtung und personelle Zusammensetzung der *audit committees*), führte zu heftigen Abwehrreaktionen von Seiten der deutschen Industrie und der Bundesregierung<sup>7</sup>. Inzwischen hat die SEC die für das deutsche Mitbestimmungsrecht besonders problematischen Vorschriften über die Unabhängigkeit der Ausschussmitglieder mit Hilfe einer Ausnahmeregelung entschärft<sup>8</sup>. Im Übrigen aber bleibt das einschneidende amerikanische Reformgesetz trotz aller Proteste auch von hierzulande ansässigen Gesellschaften zu beachten, wenn ihre Aktien an einer US-amerikanischen Wertpapierbörse notiert sind<sup>9</sup>. Die in Washington getroffenen Maßnahmen haben ferner das von der Bundesregierung im August 2002 vorgestellte 10-Punkte-Papier zur Verbesserung des Anlegerschutzes

---

Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht, Arbeitspapier Nr. 113 des Instituts für Bankrecht der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main (2003), <<http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums>>; H.-G. KAMANN / M. SIMPKINS, Sarbanes-Oxley Act – Anlass zu verstärkter Kooperation im Bereich der Corporate Governance?, in: Recht der Internationalen Wirtschaft (2003) 183; F.P. REGELIN / R. FISHER, Zum Stand der Umsetzung des Sarbanes-Oxley Act aus deutscher Sicht, in: Internationales Steuerrecht (2003) 276; G.C. SCHWARZ / B. HOLLAND, Enron, WorldCom...und die Corporate-Governance-Diskussion, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (2002) 1661.

7 P.M. WIESNER, Zwischen Scylla und Charybdis: Sarbanes Act greift in Satzungsautonomie deutscher Unternehmen ein, in: Betriebs-Berater Heft 35/2002, Die erste Seite; zu den Protesten von Seiten der deutschen Industrie und der Ex-Bundesjustizministerin DÄUBLER-GMELIN siehe o.V., „Pflicht zum Bilanz-Eid in Amerika stößt auf heftige Kritik“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 200 v. 29.8.2002, S. 9; dagegen wiederum HOPT und MERKT, nach o.V., „Amerika darf Ausländer seinen Börsenregeln unterwerfen“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 201 v. 30.8.2002, S. 12; näher zu den Fragen der extraterritorialen Anwendung des Sarbanes-Oxley Act und dem Anpassungsbedarf auf Seiten des deutschen Rechts M. HENSSLER, Der Einfluss des Sarbanes Oxley Acts auf die Fortentwicklung des deutschen Gesellschaftsrechts – Eine Einführung, in: Der Konzern in Recht und Wirtschaft (2003) 255; C. KERSTING, Auswirkungen des Sarbanes-Oxley-Gesetzes in Deutschland: Können deutsche Unternehmen das Gesetz befolgen?, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (2003) 233; R. KRAUSE, Sarbanes-Oxley Act und deutsche Mitbestimmung, in: Wertpapier-Mitteilungen (2003) 762; E. SÜNNER, Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act im Ausland, in: Der Konzern in Recht und Wirtschaft (2003) 268; aus schweizerischer Sicht M. WALSH / T. THESING, Die extraterritoriale Anwendung der US-Standards zu Corporate Governance in Europa, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (2003) 84; aus US-amerikanischer Sicht H. BUXBAUM, Corporate Accountability Reform in the United States: The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Its Application to Foreign Accountants, in: Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts (2003) 78.

8 SEC, Proposed Rule: Standards Relating To Listed Company Audit Committees v. 8.1.2003, abrufbar unter <<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-47137.htm>>; hierzu eingehend KRAUSE (Fn. 7) 763.

9 Siehe HENSSLER, KERSTING, KRAUSE, SÜNNER, WALSH / THESING, BUXBAUM (alle Fn. 7).

deutlich beeinflusst<sup>10</sup>. Auch die Beratungen der wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages in Berlin im September 2002 standen unter dem Generalthema, ob es sich im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschlands empfiehlt, das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln<sup>11</sup>. Die Bundesregierung hat die von der Abteilung gefassten Beschlüsse<sup>12</sup>, die Teile der amerikanischen Gesetzgebung rezipieren, inzwischen in einer Neuauflage des 10-Punkte-Papiers aufgegriffen<sup>13</sup>. Dieses soll indes nicht zu einem umfassenden fünften Finanzmarktförderungsgesetz ausgearbeitet werden; vielmehr ist beabsichtigt, im Rahmen eines „Finanzmarktförderungsplans 2006“ sukzessive einzelne, jedoch aufeinander abgestimmte Gesetzesänderungen zu verwirklichen<sup>14</sup>. Hinzu kommen neue Richtlinien

- 
- 10 10-Punkte-Papier zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes, dokumentiert in: *Börsen-Zeitung* Nr. 166 vom 29.8.2002, S. 5; hierzu Rede des Bundesfinanzministers H. EICHEL, Die Modernisierung des deutschen Kapitalmarkts – Rückblick und Ausblick, Frankfurt/Main 3.9.2002, abrufbar unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/Aktuelles/Reden-.394.13887/BM-Hans-Eichel-Die-Modernisierung-des-deutschen-...htm>; U. SEIBERT, Das 10-Punkte-Programm „Unternehmensintegrität und Anlegerschutz“, *Betriebs-Berater* (2003) 693 nennt das 10-Punkte-Programm von 2002 eine Reaktion auf den Sarbanes-Oxley Act.
- 11 Siehe das Gutachten F von H. FLEISCHER, Empfiehlt es sich im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschlands, das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten (München 2002) sowie das Gutachten G von H. MERKT, Empfiehlt es sich im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschlands, das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Börsenrechtliches Teilgutachten (München 2002); hierzu die Referate von H.-D. ASSMANN, H. BECK UND H.-J. HELLWIG in: STÄNDIGE DEPUTATION DES DEUTSCHEN JURISTENTAGES (Hrsg.), *Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002*, Band II/1 (München 2002) (P 11–38: ASSMANN; P 39–57 BECK; P 59–85: HELLWIG); der die Diskussion enthaltende Band II/2 erscheint demnächst, siehe hierzu einstweilen den Tagungsbericht von J. VON HEIN, in: *Juristenzeitung* (2003) 195; aus dem begleitenden Schrifttum zum DJT siehe T. BAUMS, Anlegerschutz und Neuer Markt, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 166 (2002) 375; K.J. HOPT, Deutscher Juristentag 2002 in Berlin: Börsen, Kapitalmarkt und Anlegerschutz, in: *Betriebs-Berater* 38/2002, Die erste Seite; S. HUTTER / M. LEPPERT, Reformbedarf im deutschen Kapitalmarkt- und Börsenrecht, in: *Neue Juristische Wochenschrift* (2002) 2208; P.O. MÜLBERT, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, in: *Juristenzeitung* (2002) 826; G. SPINDLER, Neuregelungen des Kapitalmarkt- und Börsenrechts zum Anlegerschutz? – Zur gesellschafts- und wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages, in: *Deutsches Steuerrecht* (2002) 1576.
- 12 Abgedruckt in: *Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002*, Band II/1 (Fn. 11) P 86 ff.
- 13 Pressemitteilung des Bundesjustizministeriums Nr. 10/03 vom 25.2.2003, abrufbar unter <http://www.bmj.bund.de/ger/service/gesetzgebungsvorhaben/10000668/?sid=b5c5f69de0e9ede6433ae3eb202aa156>; mit Erläuterungen abgedruckt bei SEIBERT, 10-Punkte-Programm (Fn. 10).
- 14 Siehe Bundesministerium der Finanzen, Referat PI: Eckpunktepapier: Der Finanzmarktförderplan 2006 (Berlin, den 5.3.2003), abrufbar unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage17309/Eckpunktepapier-Der-Finanzmarktforderplan-2006.pdf>;

bzw. Regelungsvorhaben der Europäischen Kommission zur Marktmanipulation<sup>15</sup>, zum Börsenprospekt<sup>16</sup> und zu der Reform der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>17</sup>, die schon bald zu einer Überarbeitung der jüngsten deutschen Gesetzgebung zwingen werden.

Es wäre vermessen, auf dem hier zur Verfügung stehenden Raum eine umfassende dogmatische und systematische Analyse der jüngsten Gesetzesänderungen und der gegenwärtig diskutierten Reformvorschläge geben zu wollen. Es kann sinnvollerweise lediglich der Versuch unternommen werden, die in der Überschrift genannten Änderungen daraufhin zu untersuchen, ob und inwieweit der Gesetzgeber sein selbst gestecktes Ziel erreicht hat, den Finanzplatz Deutschland den internationalen Anforderungen anzupassen. Die oben beschriebene Parallelität von Rechtsetzungsprozessen auf nationaler und internationaler (amerikanischer und europäischer) Ebene wirft schließlich die Frage auf, welcher rechtspolitische Spielraum im nationalstaatlichen Rahmen auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts überhaupt noch sinnvoll ausgeübt werden kann.

- 
- hierzu J. JAHN, Mehr Schutz vor Bilanzskandalen, in: Zeitschrift für Rechtspolitik (2003) 121.
- 15 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 vom 12.4.2003, S. 16; zu den Vorentwürfen siehe C. DIER / J. FÜRHOFF, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, in: Die Aktiengesellschaft (2002) 604; T. GOLDMANN, Marktmanipulation und Insider-Geschäfte: Neue europäische Tatbestände, in: Österreichisches Bank-Archiv (2001) 783; P. VON ILBERG / M. NEISES, Die Richtlinien-Vorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis, in: Wertpapier-Mitteilungen (2002) 635; M. LEPPERT / F. STÜRWALD, Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (2002) 90.
- 16 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG in der Fassung vom November 2002, abrufbar unter <<http://register.consilium.eu.int/pdf/de/02/st13/13593-r2d2.pdf>> und (Ergänzung) <<http://register.consilium.eu.int/pdf/de/02/st13/13995-r1d2.pdf>>; hierzu siehe die Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts (DAI) vom 2.9.2002, abrufbar unter <[http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_publicationen.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm)>; ferner C. CRÜWELL, Die europäische Prospektrichtlinie, in: Die Aktiengesellschaft (2003) 243; J. FÜRHOFF / C. RITZ, Richtlinienentwurf der Kommission über den Europäischen Pass für Emittenten, in: Wertpapier-Mitteilungen (2001) 2280; VON ILBERG / NEISES (Fn. 15) 637–643; W. VON KOPP-COLOMB / J. LENZ, Der europäische Pass für Emittenten, in: Die Aktiengesellschaft (2002) 24.
- 17 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und Geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, Brüssel, den 19.11.2002, KOM(2002) 625 endgültig, abrufbar unter <[http://www.europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2002/com2002\\_0625de01.pdf](http://www.europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2002/com2002_0625de01.pdf)>.

## II. ZENTRALISIERUNG DER AUFSICHT

### 1. Die herkömmliche Rechtslage

Die Aufsicht über den Handel mit Wertpapieren war in Deutschland lange Zeit – und ist es zum Teil immer noch – sektoriell und geographisch zersplittert<sup>18</sup>. Die Aufsicht über die Solvenz von Banken und Wertpapierdienstleistern oblag dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen in Bonn (BAKred)<sup>19</sup>. Die Marktaufsicht hingegen lag in den Händen des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel in Frankfurt am Main (BAWe), das 1995 im Zuge der Umsetzung der europäischen Insider-Richtlinie<sup>20</sup> und der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>21</sup> in das deutsche Recht eingerichtet wurde<sup>22</sup>. Des Weiteren erwies sich die Schaffung einer Bundesaufsichtsbehörde auch deshalb als notwendig, um im internationalen Raum einen deutschen Ansprechpartner für die Zusammenarbeit mit ausländischen Behörden auf bilateraler Ebene und in multilateralen Gremien (z.B. der International Organization of Securities Commissions, IOSCO) zu schaffen<sup>23</sup>. Schließlich kam in jüngster Zeit die Kompetenz des BAWe für die Beaufsichtigung von Übernahmen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) hinzu<sup>24</sup>. All dies führte jedoch nicht zu einer umfassenden Konzentration der Aufsicht über den börslichen Wertpapierhandel bei der BAWe. Deutschland verfügt,

- 
- 18 Umfassende Darstellung der Rechtslage vor dem FinDAG bei M. JUNG / B. SCHLEICHER, *Finanzdienstleister und Wertpapierhandelsbanken – Aufsichtsrechtliche Regelungen* (2. Aufl., Berlin 2001).
- 19 Zur Solvenzaufsicht JUNG / SCHLEICHER (Fn. 19) 22 ff.
- 20 Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 13.11.1989 (89/592/EWG) zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EG Nr. L 334 vom 18.11.1989, S. 30.
- 21 Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften über Wertpapierdienstleistungen vom 10.5.1993 (93/22/EWG), ABl. EG Nr. L 141 vom 11.6.1993, S 27.
- 22 Zur Marktaufsicht JUNG / SCHLEICHER (Fn. 19) 26 ff.
- 23 Diesen Aspekt betont H. LAURENCE, *Spawning the SEC?*, in: *Global Legal Studies Journal* 6 (1999) 647, 681 f.; ebenso R. DEEG / S. LÜTZ, *Internationalization and Financial Federalism – The United States and Germany at the Crossroads?*, in: *Comparative Political Studies* 33 (2000) 374, 398; zur Zusammensetzung und Arbeitsweise von IOSCO siehe z.B. J.W.F. WATSON, *International Co-operation in the Field of Financial Regulatory Enforcement, Part 3 – IOSCO and Transnational Regulatory Co-operation*, in: *Journal of International Banking and Financial Law* (2000) 153; S. WOLFF, *Implementation of International Disclosure Standards*, in: *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 22 (2001) 91; D. ZARING, *International Law by Other Means: The Twilight Existence of International Financial Regulatory Organizations*, in: *Texas International Law Journal* 33 (1998) 281.
- 24 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001 (BGBl. I 3822); zur Einführung siehe K.J. HOPT, *Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 166 (2002) 383; H. BAUM, in diesem Heft S. 101; speziell zu den verfahrensrechtlichen Aspekten des WpÜG; Y. SCHNORBUS, *Rechtsschutz im Übernahmeverfahren (Teil I)*, in: *Wertpapier-Mitteilungen* (2003) 616.

obwohl es sich bei dem Börsengesetz um ein Bundesgesetz handelt, über ein international eher seltenes System der Regionalbörsen in acht verschiedenen Bundesländern<sup>25</sup>. Hinzu kommt als neunter Handelsplatz die deutsch-schweizerische Terminbörse *Eurex* (vormals DTB), deren deutscher Zweig ungeachtet seines bundesweiten Einzugsbereichs aufsichtsrechtlich als hessische Börse eingestuft wird<sup>26</sup>. Sofern dem BAWe keine Kompetenzen durch das Wertpapierhandelsgesetz zugewiesen waren, oblag die Börsenaufsicht den Börsenaufsichtsbehörden der Länder<sup>27</sup>.

## 2. Neuerungen durch das FinDAG

Im Jahre 2002 wurden das BAKred, das BAWe sowie das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen zu einem „*single regulator*“, einer Allfinanzaufsichtsbehörde, zusammengefasst (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin)<sup>28</sup>. Der Gesetzgeber versprach sich hiervon zum einen eine bessere Aufsicht über Finanzkonglomerate, zum anderen eine Effizienzsteigerung durch die Nutzung von Synergieeffekten<sup>29</sup>. Bei der Schaffung der deutschen Allfinanzaufsicht wurde auch auf ausländische Vorbilder, namentlich aus Großbritannien, aber auch aus den nordischen Ländern sowie aus Japan zurückgegriffen<sup>30</sup>.

---

25 Für einen Überblick über die deutschen Regionalbörsen und die jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden siehe die mit Anmerkungen versehene Übersicht über die geregelten Märkte und einzelstaatliche Rechtsvorschriften zur Umsetzung der entsprechenden Anforderungen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Richtlinie 93/22/EWG des Rates) (2002/C 280/02), ABl. EG Nr. C 280 vom 16.11.2002, S. 2, 3.

26 Ebd.

27 Grafische Darstellung bei G. DREYLING, in: H.-D. Assmann / U.H. Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (2. Aufl. Köln 1999), § 3 Rn. 17.

28 FinDAG (Fn. 3).

29 Bundestags-Drucksache 14/7033 vom 5.10.2001, S. 31 f.; für eine ökonomische Analyse der bisherigen Erfahrungen mit dem single-regulator-Konzept siehe J.R. BARTH / D.E. NOLLE / T. PHUMIWASANA / G. YAGO, A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance, in: *Financial Markets, Institutions & Instruments* 12 (2003) 67.

30 Der Vizepräsident der BaFin nennt Großbritannien, Japan, Korea und Australien als Vorbilder der deutschen Reform: K.-B. CASPARI, Marktüberwachung und Anlegerschutz, in: Deutsche Börse Group (Hrsg.), *Kapitalmarkt Deutschland – Erfolge und Herausforderungen* (White Paper, Frankfurt/Main 2003) 24, abrufbar unter <[http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN5KYBDJ/\\$FILE/DB\\_AM\(D\).pdf?OpenElement](http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN5KYBDJ/$FILE/DB_AM(D).pdf?OpenElement)>; zu Großbritannien siehe J.-H. BINDER, Die geplante deutsche Allfinanzaufsicht und der britische Prototyp – ein vergleichender Blick auf den deutschen Referentenentwurf, in: *Wertpapier-Mitteilungen* (2003) 2230; E. FERRAN, Examining the UK's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model, erscheint in: *Brooklyn Journal of International Law* (2003), abrufbar unter <[http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID346120\\_code021205500.pdf?abstractid=346120](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID346120_code021205500.pdf?abstractid=346120)>; zu den skandinavischen Ländern M. TAYLOR / A. FLEMING, *Integrated Financial Supervision: Lessons of Northern European Experience* (September 1999), abrufbar unter <[http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/\(attachmentweb\)/wp002223/\\$FILE/wp002223.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/(attachmentweb)/wp002223/$FILE/wp002223.pdf)>;

zu Japan MAMIKO YOKOI-ARAI, *Changing the Nature of Financial Regulation: Observations*

Die Zersplitterung des Börsenaufsichtsrechts wurde hierdurch jedoch nicht beseitigt. Obwohl das Börsengesetz im Rahmen des 4. FMFG neu verkündet wurde, änderte sich an den herkömmlichen föderalen Aufsichtsstrukturen praktisch nichts. Für die Wertpapieraufsicht ergibt sich daher nur eine bescheidene Zentralisierung insofern, als nunmehr die zuvor auf zwei Bundesaufsichtsämter verteilte Solvenzaufsicht (BAKred) und die Marktaufsicht (BAWe) in den Händen einer Behörde vereinigt sind. Wie zuvor das BAWe ist die BaFin zuständig für die Zusammenarbeit mit den Börsenaufsichtsbehörden anderer Staaten (§ 7 WpHG n.F.) und die Aufsicht über Unternehmensübernahmen. Zudem erhielt die BaFin ergänzend zur Aufsichtszuständigkeit in Bezug auf Insiderverhalten eine neue Kompetenz zur Überwachung von Kurs- und Marktpreismanipulationen (§ 20b WpHG n.F.)<sup>31</sup> In diesem Punkt antizipierte der deutsche Gesetzgeber die Marktmissbrauchsrichtlinie der EU, denn bereits der im Zeitpunkt des Gesetzgebungsverfahrens für das 4. FMFG vorliegende Richtlinienentwurf sah die Konzentration der Aufsichtsbefugnisse bei einer einzigen Behörde vor (Art. 11 der RL)<sup>32</sup>. Schließlich müssen der BaFin auch Geschäfte von Unternehmensleitern in den Wertpapieren des eigenen Unternehmens, die so genannten *Directors' Dealings*, gemeldet werden (§ 15a WpHG)<sup>33</sup>.

---

on the Japanese Approach, in: *Banking & Finance Law Review* 18 (2003) 201; ferner H. AOKI, in diesem Heft S. 13; zu Korea siehe JOON SOO LEE, *Integrated Financial Supervision: The Korean Experience* (2002), abrufbar unter <[http://www.adb.org/Projects/APEC/Market\\_Intermediaries/Integrated\\_Financial\\_Supervision\\_KOR.pdf](http://www.adb.org/Projects/APEC/Market_Intermediaries/Integrated_Financial_Supervision_KOR.pdf)>;

Vergleich der Wertpapieraufsicht in den USA, Großbritannien und Japan bei: J.W. MARKHAM, *Super-Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, Great Britain and Japan*, erscheint in: *Brooklyn Journal of International Law* (2003), abrufbar unter <[http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID329181\\_code020915630.pdf?abstractid=329181](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID329181_code020915630.pdf?abstractid=329181)>; aus australischer Sicht J. CARMICHAEL, *Experiences with Integrated Regulation* (2002), abrufbar unter <<http://www.worldbank.org/wbi/banking/finsecpolicy/financeforum2002/pdf/carmichaelintegrated.pdf>>.

- 31 Zur Regelung der Marktmanipulation im 4. FMFG K. ALTENHAIN, Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, in: *Betriebs-Berater* (2002) 1874; J. EKKENGA, Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und künftigem Recht, in: *Wertpapier-Mitteilungen* (2002) 317; U. LENZEN, Das neue Recht der Kursmanipulation, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* (2002) 279; A. MÖLLER, Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, in: *Wertpapier-Mitteilungen* (2002) 309.
- 32 Der vom Europäischen Parlament am 14.3.2002 verabschiedete Entwurf ist abgedruckt in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* (2002) 144; zur endgültigen Fassung siehe Fn. 15, dort auch Schrifttumsnachweise.
- 33 Hierzu siehe das Rundschreiben der BaFin vom 27.6.2002, abrufbar unter <<http://www.bafin.de/schreiben/020627.htm>>; H. FLEISCHER, *Directors' Dealings*, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2002) 1217; H.-J. LETZEL, *Directors' Dealings* in der Unternehmenspraxis, in: *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* (2002) 862; U.H. SCHNEIDER, Der pflichtenauslösende Sachverhalt bei „Directors' Dealings“, in: *Betriebs-Berater* (2002) 1817; DERS., *Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“) im Konzern*, in: *Die Aktiengesellschaft* (2002) 473; L. WEILER / O. TOLLKÜHN, Die Neuregelung des „*directors' dealing*“ nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz,

Eine allgemeine Zentralisierungstendenz lässt sich dem 4. FMFG aber nicht entnehmen, im Gegenteil: Alternative Handelssysteme, die in den §§ 58 ff. BörsG n.F. erstmals inhaltlich geregelt werden, sind, wenn sie eine Marktplatzfunktion erfüllen (börsenähnliche Einrichtungen), ausdrücklich der Aufsicht durch die jeweils zuständige Landesbehörde unterstellt worden (§ 60 BörsG n.F.)<sup>34</sup>. Hier wurde offenbar nicht die Aufsichtsfrage nach inhaltlichen Erwägungen beantwortet, sondern auf Druck des Bundesrates eine bestimmte materielle Festlegung getroffen (Regelung der alternativen Handelssysteme im BörsG statt im WpHG), um eine Landeskompetenz zu begründen<sup>35</sup>.

Einen Überblick über die Kompetenzen der BaFin im Sektor Wertpapieraufsicht/Asset-Management gibt die folgende Zusammenstellung:

#### **Aufgaben der BaFin im Sektor Wertpapieraufsicht / Asset-Management**

- Verfolgung und präventive Bekämpfung von Insidergeschäften (einschließlich *Directors' Dealings* [§ 15a WpHG] und Marktmanipulation)
- Überwachung der Pflicht nach § 9 WpHG, alle Transaktionen in Wertpapieren und Derivaten zu melden (*Stock Watch*)
- Überwachung der Ad-hoc-Publizität börsennotierter Unternehmen (§ 15 WpHG)
- Überwachung der Publizität bei Veränderungen der Stimmrechtsanteile bei im Amtlichen Handel notierten Unternehmen
- Überwachung der Verhaltensregeln und Organisationspflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen
- Hinterlegungsstelle für Wertpapierverkaufsprospekte
- Kontrolle von Wertpapiererwerbsangeboten, Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten nach dem WpÜG
- Zusammenarbeit in der Bundesrepublik Deutschland
- Internationale Zusammenarbeit bei der Beaufsichtigung des Wertpapierhandels

---

in: Der Betrieb (2002) 1923.

34 Zu den §§ 58 ff. BörsG ausführlich P. BALZER, Anleger- und Funktionenschutz bei außerbörslichen Wertpapierhandelssystemen, in: Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler (2002) 93, 106 ff.; D. COHN, Alternative Handelssysteme – ein Beitrag zur Neufassung der §§ 58 ff. BörsG, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (2002) 365; F. REUSCHLE/A.M. FLECKNER, Börsenähnliche Einrichtungen – die privatrechtliche Organisation einer Börse im materiellen Sinne, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (2002) 617; G. SPINDLER, Elektronische Finanzmärkte und Internet-Börsen – Teil I: Grundlegende Risiken und Reform des nationalen Kapitalmarktrechts, in: Wertpapier-Mitteilungen (2002) 1325, 1331 ff.

35 Mit Recht kritisch FÜRHOFF/SCHUSTER (Fn. 3) 134 („politisch motiviert“); REUSCHLE/FLECKNER (Fn. 34) 618; siehe auch BECK, Referat (Fn. 11), P 48.

### 3. *Deutschland als Beispiel für eine internationale Konvergenz der Finanzdienstleistungsaufsicht?*

Es wird seit längerem kontrovers diskutiert, ob die Strukturen der Finanzdienstleistungsaufsicht in den entwickelten Industriestaaten in Richtung auf ein einheitliches Modell konvergieren<sup>36</sup>. Vordergründig reiht sich die deutsche BaFin in die Gruppe der *single regulators* ein, die in jüngster Zeit vor allem in Großbritannien, aber auch z.B. den nordischen Ländern und Japan geschaffen wurden<sup>37</sup>. Eine nähere Betrachtung bestätigt jedoch die Einschätzung des Chairman der britischen Financial Services Authority (FSA), *Howard Davies*:

„[J]ust as there are different central banking models around the world, so there are different integrated regulators. They come in various shapes and sizes. They cover different combinations of functions, with different sets of powers and responsibilities. There is no single blueprint for a single regulator.“<sup>38</sup>

Während beispielsweise die FSA als zentrale Börsenaufsichtsbehörde fungiert, die auch über die Zulassung der Handelsteilnehmer zum Börsenhandel und das Listing der Unternehmen entscheidet, obliegen diese Aufgaben in Deutschland nicht der BaFin, sondern den Börsenaufsichtsbehörden der Länder (bzw. den Börsen selbst unter der Rechtsaufsicht dieser Behörden)<sup>39</sup>. Andererseits werden in Deutschland Unternehmensübernahmen von der BaFin beaufsichtigt, während diese Aufgabe in Großbritannien von dem Takeover Panel, einem Selbstregulierungsorgan der Londoner City, erfüllt wird<sup>40</sup>. Selbst in dem bei der Schaffung der deutschen Allfinanzaufsicht politisch umstritten-

36 Eingehend zu den USA und Deutschland DEEG / LÜTZ (Fn. 23); zu den USA, Japan und Deutschland LAURENCE (Fn. 23); zu den USA, Großbritannien und Japan MARKHAM (Fn. 30); siehe auch zur Bankenaufsicht A. BUSCH, *Divergence or Convergence? – State Regulation of the Banking System in Western Europe and the United States* (May 2002), <[http://busch.uni-hd.de/papers/Divergence\\_Convergence.pdf](http://busch.uni-hd.de/papers/Divergence_Convergence.pdf)>.

37 Zu der Einrichtung von *single regulators* in mehreren Staaten siehe die Nachweise in Fn. 30.

38 H. DAVIES, *Integrated Financial Regulation: Lessons from the UK's Financial Services Authority*, Vortrag vor dem Center for Financial Studies Seminar/Auditorium der Commerzbank AG, Frankfurt/Main, 5.12.2001, S. 1 (Hervorhebung hinzugefügt), abrufbar unter: <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp86.html>>; erst recht gilt dies, wenn man neben den Staaten mit einem *single regulator* noch die anderen EU-Mitgliedstaaten in den Vergleich einbezieht, hierzu T. PADOA-SCHIOPPA, *After Enron: Financial Supervision in Europe* (10.7.2002), S. 2, abrufbar unter: <<http://www.ecb.int/key/02/sp020710.pdf>>: „[N]o clear convergence towards a common model is emerging.“

39 Vgl. DAVIES (Fn. 38) S. 3.

40 Vgl. DAVIES (Fn. 38) S. 3; zu den Kompetenzen des Takeover Panel siehe THE PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS (Hrsg.): *The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares*, jeweils aktuelle Fassung abrufbar unter <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk>>; Überblick über den City Code bei E. STERN, *Übernahmeangebote im englischen Recht*, in: Doralt / Nowotny / Schauer (Hrsg.), *Takeover-Recht* (Wien 1997) 51.

sten Bereich, der Bankenaufsicht, handelt es sich bei der BaFin, wie ihr Präsident *Jochen Sanio* freimütig einräumt, nicht um „den Idealtypus des ‚*single regulator*‘, sondern [um] eine modifizierte Version, die [...] gemäß einer langen deutschen Tradition eine duale Struktur aufweist“<sup>41</sup>. Tatsächlich hat § 7 KWG n.F. die bisherige Zuständigkeitsverteilung zwischen Bundesbank und BAKred bzw. BaFin im Wesentlichen aufrechterhalten<sup>42</sup>. Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen der britischen FSA und der deutschen BaFin besteht darin, dass die FSA, wenn sie Verstöße z.B. gegen die Insiderhandels-Vorschriften aufdeckt, auch als Strafverfolgungsbehörde agieren, d.h. Klage erheben kann<sup>43</sup>, während die BaFin darauf beschränkt ist, bei Insidervergehen oder strafbaren Marktmanipulationen eine Strafanzeige bei der zuständigen Staatsanwaltschaft – einer Landesbehörde – zu erstatten (§§ 18, 20b Abs. 6 WpHG). Auf der entscheidenden Stufe des strafrechtlichen *Enforcement* wird folglich im deutschen Modell die Zentralisierung durchbrochen und der Ball in das Feld der Länder zurückgespielt. Die Staatsanwaltschaften vor Ort haben jedoch in der Regel weder das kapitalmarktspezifische Know-how noch das Personal, um die entsprechenden Delikte mit Nachdruck und Effizienz zu verfolgen<sup>44</sup>. Entsprechend gering ist die Zahl von Verfahren, die mit einem Urteil abgeschlossen werden<sup>45</sup>. Daher ist der Vorschlag zu begrüßen, in Frankfurt eine Schwerpunktstaatsanwaltschaft mit bundesweiter Verfolgungskompetenz einzurichten<sup>46</sup>. Zur Vervollständigung des Bildes ist allerdings auf die Kompetenz der BaFin hinzuweisen, Verstöße gegen das WpHG als Ordnungswidrigkeiten zu ahnden (§ 39 WpHG). Obwohl diese Sanktionen formal unterhalb der Schwelle des Strafrechts bleiben, kann ein Bußgeld in Höhe von maximal 1,5 Mio. Euro (§ 38 Abs. 4, erster Halbsatz WpHG) den Adressaten durchaus empfindlich treffen.

Die deutsche Allfinanzaufsicht ist letztlich ein typisches Produkt des deutschen Föderalismus: hinsichtlich der Kompetenzen im Bereich der Wertpapierhandelsaufsicht zugunsten der Börsenaufsichtsbehörden der Länder eingeschränkt, in Bezug auf das *Enforcement*, die Strafverfolgung, ein General ohne Armee. Es bedarf einer sehr rosa getönten Brille, um einen Föderalismus, der solche Ergebnisse hervorbringt, noch

---

41 J. SANIO, Rede anlässlich der Eröffnung der BaFin am 6.5.2002 in Bonn, S. 2, abrufbar unter [http://www.bafin.de/presse/reden/p\\_020506.htm](http://www.bafin.de/presse/reden/p_020506.htm); zur politischen Auseinandersetzung um die Rolle der Bundesbank im Aufsichtssystem siehe K. ENGELN, Eichel's shock to the system, in: *The Financial Regulator* Vol. 5 No. 4 (March 2001) 38; zu den Änderungen im Bankaufsichtsrecht durch das 4. FMFG M. ESCHER, Bankaufsichtsrechtliche Regelungen im KWG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, in: *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* (2002) 652; zu den verfassungsrechtlichen Grundlagen R. HIRDINA, Verfassungsrechtliche Aspekte zur Funktion einer reformierten Bundesbank bei der Allfinanzaufsicht, in: *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* (2001) 135.

42 SANIO (Fn. 41) S. 2.

43 DAVIES (Fn. 38) S. 2.

44 Eingehend K.-D. BENNER, Konsequenzen der Zentralisierungsbestrebungen der Wertpapiermarktaufsicht, in: *Zeitschrift für Rechtspolitik* (2001) 450, 452 ff.

45 Ebd.

46 Hierzu näher JAHN (Fn. 14) 124.

„kooperativ“ zu nennen<sup>47</sup>; eher handelt es sich um eine wechselseitige Blockade der Länder und des Bundes, die mitunter – z.B. in Bezug auf die Aufsicht über Alternative Handelssysteme – dem politischen Kompromiss größeres Gewicht einräumt als der Schaffung effizienter und global wettbewerbsfähiger Aufsichtsstrukturen.

#### 4. Reformvorschläge auf und seit dem 64. DJT 2002

Es verwundert daher nicht, dass die Forderungen nach einer durchgreifenden Zentralisierung der Kapitalmarktaufsicht auch nach Erlass des FinDAG nicht verstummt sind<sup>48</sup>. Auf dem 64. Deutschen Juristentag im September 2002 befürworteten sowohl der Gutachter *Merkt* als auch der Referent *Beck*, damals Chefsyndikus der Deutsche Börse AG, nachdrücklich eine Ersetzung der derzeit bestehenden dezentralen Landesaufsicht über die Börsen durch eine bundeseinheitliche Aufsicht über den börslichen und außerbörslichen Kapitalmarkt<sup>49</sup>. Die Motive der Zentralisierungsbefürworter sind allerdings nicht deckungsgleich: *Merkt* befürwortet im Anschluss an *Hopt / Rudolph / Baum* eine Stärkung der Kapitalmarktaufsicht als ein funktionales Äquivalent zu materieller Börsenregulierung, das besonders angesichts der von ihm vorgeschlagenen weitgehenden Deregulierung und Privatisierung des Börsenorganisationsrechts notwendig sei<sup>50</sup>. *Beck* hingegen verteidigt die hergebrachte öffentlich-rechtliche Börsenstruktur<sup>51</sup>, lehnt aber die gegenwärtige föderale Zersplitterung der Börsenaufsicht ab, weil sie zu Regulierungsarbitrage und zu Wettbewerbsverzerrungen führe<sup>52</sup>. Als Beispiel nennt er die unterschiedliche Praxis in Bezug auf die Zuerkennung von Börsenpreisen für Internalisierungsangebote von Börsen: Während die hessische Börsenaufsicht insoweit mangels einer Zugänglichkeit des Angebots für die Börsenteilnehmer das Zustandekommen

47 Das Modell der deutschen Bundesstaatlichkeit wird in der Politikwissenschaft oft als „kooperativer Föderalismus“ bezeichnet; zur Einführung statt vieler U. MÜNCH / K. MEERWALDT, Politikverflechtung im kooperativen Föderalismus, in: Informationen zur politischen Bildung 275 (2. Quartal 2002), abrufbar unter: <[http://www.bpb.de/publikationen/T00DMQ,0,0,Politikverflechtung\\_im\\_kooperativen\\_F%F6deralismus.html](http://www.bpb.de/publikationen/T00DMQ,0,0,Politikverflechtung_im_kooperativen_F%F6deralismus.html)>.

48 Jüngst JAHN (Fn. 14) 124.

49 MERKT (Fn. 11) G 122 ff.; BECK, Referat (Fn. 11) P 48; H. BECK / D. SCHLOCHTERMEYER, Die deutsche Reformagenda 2002 bis 2006 und die Rolle der Deutschen Börse, in: Deutsche Börse Group (Hrsg.), Kapitalmarkt Deutschland – Erfolge und Herausforderungen (White Paper, Frankfurt/Main 2003) 73, 75 f., abrufbar unter <[http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN-5KYBDJ/\\$FILE/DB\\_AM\(D\).pdf?OpenElement](http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN-5KYBDJ/$FILE/DB_AM(D).pdf?OpenElement)>; siehe auch ASSMANN, Referat (Fn. 11) P 13.

50 MERKT (Fn. 11) G 122 im Anschluss an die Empfehlungen von K.J. HOPT / B. RUDOLPH / H. BAUM (Hrsg.), Börsenreform – Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung (Stuttgart 1997) 11; nähere Erläuterung bei K.J. HOPT / H. BAUM, Börsenrechtsreform: Überlegungen aus vergleichender Perspektive, in: Wertpapier-Mitteilungen (1997), Sonderbeilage Nr. 4, S. 15 f und 19; anders aber das Gutachten im Auftrag der deutschen Regionalbörsen von T. BAUMS / U. SEGNA, Börsenreform (1998) 79 ff., abrufbar unter <<http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>> (Arbeitspapier Nr. 65).

51 Hierzu näher unter II 1.

52 BECK, Referat (Fn. 11) P 48; BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 75 f.

eines Börsenpreises ablehne, werbe die *Nasdaq* Deutschland, die der Berliner Börsenaufsicht unterstehe, für ihr Internalisierungsangebot mit dem Merkmal „Börsenpreis“<sup>53</sup>. Hinzu komme die mangelnde Transparenz und Verständlichkeit des deutschen Aufsichtssystems für ausländische Kapitalanleger<sup>54</sup>. Auch von Seiten des Bundesfinanzministeriums wurde in Berlin weiterhin für eine Zentralisierung geworben<sup>55</sup>. Gegen den Protest der versammelten Vertreter der Landesbehörden<sup>56</sup> beschloss der 64. DJT mit großer Mehrheit die Empfehlung, die derzeit bestehende dezentrale Länderaufsicht über die Börsen durch eine bundeseinheitliche Aufsicht über die Börsen und den Kapitalmarkt zu ersetzen<sup>57</sup>. Ferner wurden von dem 64. DJT erhebliche Erweiterungen der Befugnisse der BaFin gegenüber Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften (zeitlich begrenztes Bestellungsverbot, Veröffentlichung von Sanktionen) empfohlen, die ebenfalls ausländische Vorbilder haben<sup>58</sup>.

## 5. Die europäische Perspektive

### a) Eine europäische SEC?

Seit geraumer Zeit wird sowohl in Europa als auch von amerikanischer Seite die Forderung erhoben, nach US-amerikanischem Vorbild eine einheitliche Kapitalmarktaufsicht auf europäischer Ebene, eine europäische SEC, zu schaffen<sup>59</sup>. Auch die wirtschaftsrechtliche Abteilung des 64. DJT ging über das Petitum einer Zentralisierung der

---

53 BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 76.

54 BECK, Referat (Fn. 11) P 48; BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 75.

55 Vgl. den Diskussionsbeitrag von A. MÖLLER (Fn. 11) P 214 ff.

56 Vgl. die Diskussionsbeiträge von M. HAGENA (Fn. 11) P 206 ff., K. HIESTERMANN (Fn. 11) P 205 f. und E. KURTH (Fn. 11) P 161 f.

57 Vgl. Beschluss (Fn. 12) Nr. 6.1, angenommen: 43:7:9.

58 Beschlüsse (Fn. 12) Nr. 1.16 (Bestellungsverbot, angenommen: 38:19:3) und Nr. 1.17 (Veröffentlichung, angenommen: 34:23:2).

59 Eingehend R.S. KARMEL, The Case for a European Securities Commission, in: Columbia Journal of Transnational Law 38 (1999) 9; ferner H.-J. BÖCKING / M. KIEFER, Eine europäische Finanzaufsichtsbehörde ist notwendig, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 221 vom 23.9.2002, S. 28; J. KÖNDGEN, Mutmaßungen über die Zukunft der europäischen Börsen, in: Festschrift für Marcus Lutter (Köln 2000) 1401, 1420; R. VON ROSEN, Clearing up Europe's exchanges, in: Financial Times, 9.2.2001, S. 15; K.M. SMITH, The Need for Centralized Securities Regulation in the European Union, in: Boston College International & Comparative Law Review 24 (2000) 205; G. THIEFFRY, Towards a European Securities Commission, in: International Financial Law Review (October 1999) 14; dafür jüngst auch der Vorstandssprecher der Deutschen Bank, J. ACKERMANN, nach: o.V., Ackermann fordert EU-Finanzaufsicht, in: Börsen-Zeitung vom 26.4.2003, S. 17; ablehnend aber C. HOPPMANN, Europäische Börsenaufsicht, in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (1999) 204, 208 ff.; E. KURTH, Problematik grenzüberschreitender Wertpapieraufsicht, in: Wertpapier-Mitteilungen (2000) 1521, 1528; J.W.F. WATSON, International Co-Operation in the Field of Financial Regulatory Enforcement, Part 2 – The EU Approach, in: Journal of International Banking and Financial Law (2000) 13, 15; vermittelnd (für einen „graduelle[n] Aufbau einer europäischen Struktur“) CASPARI (Fn. 30) 34.

nationalen Aufsicht noch hinaus, indem sie empfahl, auf europäischer Ebene mittelfristig die Errichtung einer konsolidierten europäischen Kapitalmarktaufsicht in die Wege zu leiten<sup>60</sup>. Begründet wird der Vorschlag, eine europäische SEC einzurichten, mit der wachsenden Vernetzung der europäischen Börsen, mit der eine national fragmentierte Aufsicht nicht Schritt halten könne<sup>61</sup>. Nur eine zentrale europäische Aufsichtsbehörde könne mit der erforderlichen Schnelligkeit und Flexibilität auf die Veränderungen des europäischen Kapitalmarktes reagieren<sup>62</sup>. Eine nationalstaatliche Aufsicht verleihe zu Wettbewerbsverzerrungen und Regulierungsarbitrage<sup>63</sup>. Auch in Bezug auf die Vereinheitlichung der Rechnungslegungsstandards durch die Integration der International Accounting Standards (IAS) in das europäische Bilanzrecht sei eine Flankierung durch eine zentrale Aufsicht unabdingbar<sup>64</sup>. Schließlich wird insbesondere unter dem Eindruck der immer stärker auf europäische Unternehmen durchschlagenden Regelungen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts (*Sarbanes-Oxley Act*) ange mahnt, dass die Europäer gegenüber der SEC mit einer Stimme sprechen müssten<sup>65</sup>. Ebenso würde das Gewicht der Europäer in internationalen Gremien zur Zusammenarbeit der Wertpapieraufsichtsbehörden (insbesondere IOSCO) wachsen, wenn sie dort durch eine europäische SEC repräsentiert wären<sup>66</sup>.

Gegen eine Zentralisierung wird zum einen positivistisch argumentiert, dass der EG-Vertrag keine derartige Kompetenz vorsehe<sup>67</sup>. Dieses Argument beeindruckt eher wenig, denn es ist eine Frage des politischen Willens, ob derartige Kompetenzen geschaffen werden; im Übrigen könnte auch auf Art. 308 EG zurückgegriffen werden<sup>68</sup>. Bedenkenswert ist hingegen der Einwand, das gegenwärtig harmonisierte Kapitalmarktrecht beruhe auf Richtlinien, sei in seiner konkreten Ausgestaltung also nationales Recht, dessen Kontrolle durch eine europäische Behörde mit Schwierigkeiten behaftet sei<sup>69</sup>. Dies erscheint jedoch letztlich als eher technisches Problem, das durch einen

---

60 Beschluss (Fn. 12) Nr. 6.2, angenommen: 42:4:13.

61 BÖCKING / KIEFER (Fn. 59); KÖNDGEN (Fn. 59) 1418 f.

62 SMITH (Fn. 59) 216.

63 VON ROSEN (Fn. 59).

64 BÖCKING / KIEFER (Fn. 59); auch das Eckpunktepapier (Fn. 14) 6 fordert „die Schaffung einer europäischen Enforcement-Struktur“; zur Rechnungslegung siehe die Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 19.7.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABl. EG Nr. L 243 v. 11.9.2002, S. 1 (sog. IAS-Verordnung) sowie die ergänzende Richtlinie zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG, 83/349/EWG, 86/635/EWG und 91/674/EWG, die am 6.5.2003 vom Rat angenommen wurde; Text der Richtlinie abrufbar unter <<http://register.consilium.eu.int/pdf/de/03/st03/st03611de03.pdf>>.

65 BÖCKING / KIEFER (Fn. 59); ähnlich aus amerikanischer Sicht bereits KARMEL (Fn. 59) 34.

66 KARMEL (Fn. 59) 40.

67 HOPPMANN (Fn. 59) 210; eingehende Erörterung der Kompetenzfrage bei THIEFFRY (Fn. 59) 16 f.

68 THIEFFRY (Fn. 59) 16; für „überaus zweifelhaft“ hält dies HOPPMANN (Fn. 59) 210.

69 So D. ZIMMER, Diskussionsbeitrag auf dem 64. DJT (Fn. 11), P 217; ebenso H. BECK,

verstärkten Rückgriff auf EU-Verordnungen gelöst werden könnte<sup>70</sup>, worüber auf europäischer Ebene bereits heute intensiv nachgedacht wird<sup>71</sup>. Hierbei handelt es sich um einen Trend, der sich auch in anderen Bereichen, etwa bei der Verordnung über die *Societas Europaea*<sup>72</sup> oder im Internationalen Privat- und Verfahrensrecht<sup>73</sup> beobachten lässt. Das Subsidiaritätsprinzip<sup>74</sup> (Art. 5 EG) ist schließlich als Argument gegen eine europäische Aufsicht nur von fragwürdiger Überzeugungskraft, denn ob die nationalen Aufsichtsbehörden tatsächlich effektiver oder auch nur genauso effektiv handeln können wie eine europäische Behörde, ist gerade zweifelhaft, insbesondere dann, wenn es um die immer wichtiger werdende Kooperation – und notfalls auch Konfrontation<sup>75</sup> – mit der US-amerikanischen SEC geht. Gleichwohl ist nicht zu verkennen, dass der *Lamfalussy*-Prozess (dazu sogleich unter b) zur Beschleunigung des europäischen Rechtsetzung auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts und zu einer intensiveren Kooperation der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden geführt hat<sup>76</sup>.

b) *Von CESR zur European Securities Commission?*

Angesichts einer immer stärker werdenden Kritik an der Langwierigkeit und Ineffizienz des gemeinschaftlichen Rechtsetzungsverfahrens auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts war im Juli 2000 von den Wirtschafts- und Finanzministern der EU ein „Ausschuss der Weisen“ unter Leitung von Baron *Alexandre Lamfalussy* eingesetzt worden,

---

Diskussionsbeitrag auf dem 64. DJT (Fn. 11), P 227; siehe auch HOPPMANN (Fn. 59) 210; Zentralisierung erfordere eine bisher nicht durchsetzbare Vollrechtsangleichung.

70 In diese Richtung auch ZIMMER (Fn. 69);

71 Siehe den Bericht der INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP, First Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process) (May 2003) 28 (Nr. 1.4.2), abrufbar unter [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/docs/lamfalussy/2003-05-monitoring\\_en.pdf?REQUEST=Seek-Deliver&COLLECTION=com&SERVICE=all&LANGUAGE=en&DOCID=502PC0460](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/docs/lamfalussy/2003-05-monitoring_en.pdf?REQUEST=Seek-Deliver&COLLECTION=com&SERVICE=all&LANGUAGE=en&DOCID=502PC0460).

72 Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001, ABl. EG Nr. L 294 vom 10.11.2001, S. 1.

73 Zu dieser Entwicklung statt vieler H. KOCH, Einführung in das europäische Zivilprozeßrecht, in: Juristische Schulung (2003) 105, 106–108; J. KROPHOLLER, Die Auslegung von Verordnungen zum Internationalen Privat- und Verfahrensrecht – Eine Skizze, in: Basedow / Drobnig / Ellger / Hopt / Kötz / Kulms / Mestmäcker (Hrsg.), Aufbruch nach Europa – 75 Jahre Max-Planck-Institut für [ausländisches und internationales] Privatrecht (Tübingen 2001) 583, beide mit weiteren Nachweisen.

74 Hierauf stellt PADOA-SCHIOPPA (Fn. 38) 3 ab: „In accordance with the subsidiarity principle, the ability of national authorities to establish a close network through co-operation and to deliver a unified functioning of the present institutional arrangements has to be fully tested“; ausführlich HOPPMANN (Fn. 59) 210 f.

75 Das Konfliktpotenzial wird illustriert durch die Pressemitteilung IP/03/571 (Brüssel, 24. April 2003): EU besorgt wegen Einführung einer Registrierungspflicht für ausländische Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in den USA, abrufbar unter [http://www.europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p\\_action.getfile=gf&doc=IP/03/571/0/RAPID&lg=DE&type=PDF](http://www.europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.getfile=gf&doc=IP/03/571/0/RAPID&lg=DE&type=PDF).

76 Hierzu ausführlich der Bericht der INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP (Fn. 71).

der zur Beschleunigung der Gesetzgebung ein Vier-Stufen-Konzept ausarbeitete<sup>77</sup>. Dessen hervorstechendes Merkmal ist eine weit gehende Entkoppelung der politischen Grundsatzfragen, über die zunächst nach dem üblichen Rechtsetzungsverfahren entschieden werden soll, von der Ausarbeitung der detaillierteren technischen Vorschriften. Letztere sollen der zweiten Stufe überlassen bleiben, auf der zwei neue Ausschüsse tätig werden, nämlich der EU-Wertpapierausschuss sowie der Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden mit Sitz in Paris, für den sich das englische Akronym CESR (Committee of European Securities Regulators) eingebürgert hat. Auf der dritten Stufe stellt CESR eine einheitliche Umsetzung und Auslegung der verabschiedeten Rechtsakte sicher. Auf der vierten Stufe schließlich überwacht die Kommission die Anwendung der Rechtsakte in den Mitgliedstaaten und greift gegebenenfalls mit Sanktionen ein. Zuletzt hat CESR ein Konsultationspapier zur Durchführung der Marktmissbrauchs-Richtlinie vorgelegt<sup>78</sup>.

Betrachtet man die Rolle von CESR im *Lamfalussy*-Prozess, drängt sich die Frage auf, ob es sich hierbei um die Keimzelle einer künftigen europäischen SEC handelt<sup>79</sup>. Die Kommission wehrt diesbezügliche Fragen zwar ab<sup>80</sup>. Es wird jedoch deutlich, dass schon heute in den Mitgliedstaaten mit einer stärkeren Institutionalisierung von CESR und den parallel dazu auf den Gebieten der Bank- und Versicherungsaufsicht zu schaffenden Kooperationsgremien gerechnet wird<sup>81</sup>. Dem Vernehmen nach soll der Aus-

77 Vgl. den Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte,

<[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/lamfalussyde.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyde.pdf)>; hierzu Y.V. AVGERINOS, Essential and Non-Essential Measures: Delegation of Powers in EU Securities Regulation, in: *European Law Journal* 8 (2002) 269; H.-J. BIELING / J. STEINHILBER, Finanzmarktintegration und Corporate Governance in der Europäischen Union, in: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 9 (2002) 39, 51 f.; B.J. DRIJBER, Europese effectenwetgeving in een institutionele voortrekkersrol, in: *Tijdschrift voor Europes economisch recht* (2003) 114; J. VON HEIN, Europäische Harmonisierung des Gesellschaftsrechts im kapitalmarktrechtlichen Kontext, in: P. Nobel (Hrsg.), *Internationales Gesellschaftsrecht einschliesslich internationales Kapitalmarktrecht* (Bern 2002), 37, 45 f., 57 ff.; A. KARPFF / A. KURAS-EDER, Das neue Rechtsetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, *Österreichisches Bank-Archiv* (2002) 758; VON KOPP-COLOMB / LENZ (Fn. 16) 25 f.; K. LANGENBUCHER, Zur Zulässigkeit parlamentsersetzender Normgebungsverfahren im Europarecht, in: *Zeitschrift für europäisches Privatrecht* 10 (2002) 265, 273 ff.; J.F. MOGG, *Regulating Financial Services in Europe: A New Approach*, in: *Fordham International Law Journal* 26 (2002) 58; kritisch P.M. WIESNER, Das Lamfalussy-Konzept oder der Sonnenuntergang, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* Nr. 210 v. 10.9.2002, S. 19.

78 Abrufbar unter <<http://www.europafesco.org>>.

79 Hierzu auch VON HEIN (Fn. 77) 57 ff.

80 Näher VON HEIN (Fn. 77) 57 ff.

81 O. V., Bundesregierung will europäische Bankenaufsicht nach London ziehen lassen, in: *Börsen-Zeitung* vom 26.4.2003, S. 1; der Ecofin-Rat hat am 4.12.2002 beschlossen, das Lamfalussy-Konzept auch auf den Banken- und Versicherungssektor auszudehnen, siehe die Pressemitteilung MEMO /02/280 vom 4.12.2002, S. 3 f., abrufbar unter <[http://www.europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p\\_action.getfile=gf&doc=MEMO/02/280|0|AGE](http://www.europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.getfile=gf&doc=MEMO/02/280|0|AGE)>

schuss der Bankaufsichtsbehörden in London, das Pendant für die Versicherungsaufsicht in Deutschland eingerichtet werden<sup>82</sup>. Dies wird vielerorts als Vorentscheidung über den Sitz späterer europäischer Behörden angesehen und ist auf der politischen Ebene dementsprechend erbittert umkämpft<sup>83</sup>. Bemerkenswert an dieser Entwicklung ist, dass sich der Trend zum *single regulator*, der in zahlreichen Mitgliedstaaten zu verzeichnen ist, auf europäischer Ebene offenbar nicht fortsetzt, sondern dass man dort eine sektoriell spezialisierte Aufsicht entlang der klassischen Trennungslinien Banken, Versicherungen, Wertpapierhandel bevorzugt. Dies ist angesichts der auf nationaler Ebene immer wieder beschworenen Effizienzvorteile und Synergieeffekte, die mit dem Konzept eines *single regulator* verbunden seien, zumindest begründungsbedürftig. Hinsichtlich der politischen Akzeptanz dürften aber drei Aufsichtsbehörden, deren Sitze man unter den großen Drei (Frankreich, Großbritannien und Deutschland) aufteilen könnte, leichter durchsetzbar sein als ein europäischer *single regulator*.

c) *Wettbewerb der Wertpapieraufsichtsbehörden als Alternative?*

Aus den USA kommen jedoch nicht nur Forderungen nach Schaffung einer europäischen SEC, sondern es bietet sich aus anderer Richtung auch theoretische Unterstützung für eine dezentrale Regulierung der Wertpapieraufsicht an: *Roberta Romano*, die schon seit längerem den Gedanken des Wettbewerbs der Rechtsordnungen als Genius des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts preist<sup>84</sup> – ein Gedanke, der in den Entscheidungen *Centros* und *Überseering* bekanntlich auch Eingang in das europäische Internationale Gesellschaftsrecht gefunden hat<sup>85</sup> – empfiehlt nun, abweichend von der geltenden US-

---

*D&lg=EN&type=PDF>*.

82 „Bundesregierung will...“ (Fn. 81); zur Bankenaufsicht im Euro-Raum siehe J. VON HEIN, Eine europäische Währung – viele nationale Bankaufsichtsbehörden?, in: R. Scholz (Hrsg.), Europa als Union des Rechts (Köln 1999) 107.

83 Ebd.

84 R. ROMANO, The Genius of American Corporate Law (Washington D.C. 1993).

85 GA *La Pergola*, Schlussanträge vom 16.7.1998, Slg. 1999, I-1461 (I-1479, Tz. 20); darauf folgend EuGH, Urt. v. 9.3.1999 – Rs. C-212/97 (*Centros*), Slg. 1999, I-1459; EuGH, Urt. v. 5.11.2002 – Rs. C-208/00 (*Überseering*), Der Betrieb (2002) 2425; aus der kaum noch überschaubaren Literatur siehe U. FORSTHOFF, EuGH fördert Vielfalt im Gesellschaftsrecht, in: Der Betrieb (2002) 2471; C.C. VON HALEN, Das internationale Gesellschaftsrecht nach dem *Überseering*-Urteil des EuGH, in: Wertpapier-Mitteilungen (2003) 571; H. HIRTE, Anmerkung zu EuGH, Urt. v. 5.11.2002 – Rs. C-208/00 (*Überseering*), in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (2002) 573; P. KINDLER, Auf dem Weg zur Europäischen Briefkastengesellschaft?, in: Neue Juristische Wochenschrift (2003) 1073; S. LEIBL / J. HOFFMANN, „*Überseering*“ und das (vermeintliche) Ende der Sitztheorie, in: Recht der Internationalen Wirtschaft (2002) 925; M. LUTTER, „*Überseering*“ und die Folgen, in: Betriebs-Berater (2003) 7; H.-W. NEYE, Anmerkung zu EuGH, Urt. v. 5.11.2002 – Rs. C-208/00 (*Überseering*), in: Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (2002) 1003; W.G. PAEFGEN, Gezeitenwechsel im Gesellschaftskollisionsrecht, in: Wertpapier-Mitteilungen (2003) 561; W.-H. ROTH, Internationales Gesellschaftsrecht nach *Überseering*, in: Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts (2003) 117; M. SCHULZ / P. SESTER, Höchststrichter-

amerikanischen Rechtslage, auch einen Wettbewerb der Rechtsordnungen und eine entsprechende Rechtswahlfreiheit der Emittenten im Kapitalmarktrecht<sup>86</sup>. Der gegenwärtige amerikanische Trend geht jedoch – wiederum ist auf *Sarbanes-Oxley* hinzuweisen<sup>87</sup> – deutlich zu einem Ausbau zwingenden Kapitalmarktrechts auf Bundesebene, ja sogar hin zu einer Föderalisierung der gesellschaftsinternen Corporate Governance, mag diese Entwicklung auch von konservativen und liberalen Professoren scharf attackiert werden<sup>88</sup>. Anders als bei der Verbreitung religiöser Überzeugungen lehrt die Rechtsvergleichung, dass Propheten, denen man im eigenen Lande kein Gehör schenkt, auch im Ausland eher auf geringe Resonanz stoßen. Es spricht einiges dafür, dass es gerade die zentrale Kapitalmarktaufsicht der SEC war und ist, die den Wettbewerb der Rechtsordnungen im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht möglich und in seinen Auswirkungen erträglich gemacht hat<sup>89</sup>. Es konkurrieren in den USA eben nicht nur die

---

liche Harmonisierung der Kollisionsregeln im europäischen Gesellschaftsrecht: Durchbruch der Gründungstheorie nach „Überseering“, in: *Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht* (2002) 545; D. ZIMMER, *Wie es Euch gefällt? Offene Fragen nach dem Überseering-Urteil des EuGH*, in: *Betriebs-Berater* (2003) 1.

86 R. ROMANO, *The advantage of competitive federalism for securities regulation* (Washington D.C. 2002); ähnlich der Ansatz von S.J. CHOI / A.T. GUZMAN, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, in: *Southern California Law Review* 71 (1998) 903; kritisch hierzu J.C. COFFEE, *Law and Regulatory Competition: Can They Co-Exist?*, in: *Texas Law Review* 80 (2002) 1729, 1732 ff.

87 Siehe die Nachweise in Fn. 6.

88 Eingehende Analyse der neueren Entwicklung bei R.B. THOMPSON / H.A. SALE, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections Upon Federalism*, erscheint in: *Vanderbilt Law Review* (2003), abrufbar unter: [http://ssrn.com/abstract\\_id=362860](http://ssrn.com/abstract_id=362860); ältere, aber grundlegende Darstellung bei J. SELIGMAN, *The New Corporate Law*, in: *Brooklyn Law Review* 59 (1993) 1; kritisch S.M. BAINBRIDGE, *The Creeping Federalization of Corporate Law*, in: *Regulation* (Spring 2003) 26; RIBSTEIN (Fn. 6) 57 f.; hingegen für eine Regelung auch des Gesellschaftsrechts auf Bundesebene K. GREENFIELD, *It's Time To Federalize Corporate Charters* (26.7.2002), <http://tompaine.com/feature.cfm/ID/6081/view/print>. Die Verfolgung kapitalmarktbezogener Delikte durch den New Yorker Generalanwalt *Eliot Spitzer* auf der Grundlage einzelstaatlichen Rechts (Martin Act) ist zwar spektakulär, letztlich aber ein Einzelfall, der auch dadurch ermöglicht wurde, dass sich der Eindruck verfestigt hatte, die SEC müsse unter ihrem glücklos agierenden, inzwischen abgelösten Vorsitzenden Harvey Pitt gleichsam „zum Jagen getragen“ werden; hierzu eingehend R.S. KARMEL, *Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe*, erscheint in: *Brooklyn Journal of International Law* (2003), abrufbar unter [http://www.brooklaw.edu/news/homepage\\_news/news\\_superregulators.php](http://www.brooklaw.edu/news/homepage_news/news_superregulators.php), S. 20 ff.

89 Darauf ist in der deutschen Debatte um Sitz- und Gründungstheorie wiederholt hingewiesen worden, siehe etwa C.-T. EBENROTH / D. EINSELE, *Gründungstheorie und Sitztheorie in der Praxis – zwei vergleichbare Theorien?*, in: *Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft* 87 (1988), 217, 247; C.-T. EBENROTH / O. WILKEN, *Entwicklungstendenzen im deutschen Internationalen Gesellschaftsrecht (Teil 1)*, in: *Juristenzeitung* 1991, 1014, 1018; auch M. LUTTER, *Konzepte, Erfolge und Zukunftsaufgaben Europäischer Gesellschaftsrechts-harmonisierung*, in: *Grundmann* (Hrsg.), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts* (Tübingen 2000) 121, 141; J. KROPHOLLER, *Internationales Privatrecht* (4. Aufl. Tübingen 2001) 540.

einzelnen Gliedstaaten miteinander um die Ansiedlung von Gesellschaften, sondern die führenden Inkorporationsstaaten (namentlich Delaware) müssen, wie *Mark Roe* unlängst detailliert herausgearbeitet hat, stets davor auf der Hut sein, dass der Bundesgesetzgeber bzw. die SEC im Falle eines Regulierungsversagens auf einzelstaatlicher Ebene die Materie an sich zieht<sup>90</sup>. Aus diesem Grund dürften sich im Gefolge von *Centros* und *Überseering* in Europa eher Forderungen Gehör verschaffen, zur Einhegung der nun gewonnenen faktischen Rechtswahlfreiheit im Gesellschaftsrecht um so stärker auf eine einheitliche Kapitalmarktaufsicht zu dringen. Letztlich ist der Gedanke *Romanos* auf das gegenwärtige europäische Umfeld auch deshalb nicht zu übertragen, weil zwar die Aufsicht national fragmentiert ist, die Regelungsbefugnis für das Kapitalmarktrecht aber längst zentral in Brüssel angesiedelt ist. Es ist gerade der Sinn des *Lamfalussy*-Prozesses, nicht nur für eine Harmonisierung des *law in the books*, sondern darüber hinaus für eine möglichst einheitliche Implementierung zu sorgen. Wenngleich die Richtlinien zur Harmonisierung des Kapitalmarktrechts gewisse Umsetzungsspielräume lassen, fehlen den nationalen Kapitalmarktregulierern aufgrund dieser Entwicklung doch zunehmend die autonomen Rechtsetzungsbefugnisse, die einen sinnvollen Wettbewerb unter ihnen, einschließlich eines vielfältigen Angebots unterschiedlicher „Rechtsprodukte“, überhaupt erst möglich machen würden<sup>91</sup>. Dieser Befund würde erst recht gelten, wenn in Zukunft zur Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarktrechts verstärkt auf Verordnungen zurückgegriffen werden sollte<sup>92</sup>.

## 6. Zusammenfassung

Die Frage nach der Zentralisierung der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland ist folglich differenziert zu beantworten: Zwar gibt es auf nationaler Ebene seit einem Jahr einen *single regulator*, die BaFin, die jedoch gerade im Bereich der Börsenaufsicht über keine ausschließlichen, national vereinheitlichten Befugnisse verfügt<sup>93</sup>. Andererseits zeichnet sich auf europäischer Ebene mittelfristig eine stärkere Integration der Kapitalmarktaufsicht ab, die dann allerdings wieder von den Sektoren der Banken- und Versicherungsaufsicht abgekoppelt werden dürfte. Es ist deshalb ein durchaus denkbares Szenario, dass Deutschland die Stufe einer national zentralisierten Börsenaufsicht überspringen wird,

---

90 M.J. ROE, Delaware's Competition (working paper, 25.11.2002), abrufbar unter <[http://ssrn.com/abstract\\_id=354783](http://ssrn.com/abstract_id=354783)>, S. 49: "There cannot be a pure race such as has been posited if there's a Federal system, where the Federal player can take the issue away from the states."

91 Optimistischer der Befund bei G. HERTIG, Regulatory Competition for EU Financial Services, in: Journal of International Economic Law (2000) 349, der aber deutlich die Interessen der europäischen Global Players an einer Zentralisierung der Finanzaufsicht herausarbeitet (a.a.O. 366).

92 Siehe oben bei Fn. 71.

93 Zu vereinfacht BAUR / WAGNER (Fn. 4) 530, die von einer „umfassenden Kapitalmarktaufsicht“ sprechen.

wenn die europäische Integration schneller voranschreitet, als es der nationale politische Prozess aufgrund der Widerstände der Bundesländer zulässt. Immerhin sieht das von Bundesjustizministerin *Zypries* und Bundesfinanzminister *Eichel* am 25. Februar 2003 vorgelegte Zehn-Punkte-Papier unter Nr. 7 eine Überprüfung des überkommenen Systems der Teilung der Börsenaufsicht in Bundes- und Länderzuständigkeiten daraufhin vor, inwieweit es den hohen Anforderungen an Anlegerschutz und Effizienz noch entspricht<sup>94</sup>.

### III. NEUERUNGEN IM BÖRSENRECHT

#### 1. *Beibehaltung der öffentlichrechtlichen Börsenstruktur*

Im Zuge des 4. FMFG wurde das Börsengesetz überarbeitet und mit veränderter Nummerierung neu verkündet<sup>95</sup>. Die Grundzüge des bisher geltenden Rechts blieben jedoch weitgehend unangetastet<sup>96</sup>. Dies betrifft insbesondere die in der Reformdiskussion umstrittene Frage der öffentlich- oder privatrechtlichen Börsenstruktur. Die herkömmliche Organisationsverfassung der deutschen Börse ist hybrid<sup>97</sup>: An der Basis steht ein privatrechtlich verfasster Träger, etwa die Deutsche Börse AG, der als Beliehener eine nicht-rechtsfähige Anstalt öffentlichen Rechts – die Börse – errichtet, wie z.B. die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB). Hierfür bedarf der Börsenträger der Genehmigung der zuständigen Börsenaufsichtsbehörde des jeweiligen Bundeslandes (§ 1 Abs. 1 BörsG). Der Träger ist mit Erteilung der Genehmigung nicht nur zum Betrieb der Börse berechtigt, sondern auch im öffentlichen Interesse dazu verpflichtet (§ 1 Abs. 2 Satz 1 BörsG). Insbesondere muss er der Börse die zur Durchführung und angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung stellen (§ 1 Abs. 2 Satz 2 BörsG). Diese die Betriebspflicht konkretisierende Verantwortlichkeit des Börsenträgers ist mit dem 4. FMFG erstmals kodifiziert worden; sie war der Sache nach jedoch auch vorher anerkannt<sup>98</sup>. Die Börse wiederum veranstaltet den eigentlichen börsenmäßigen Handel mit Wertpapieren.

---

94 Zehn-Punkte-Papier 2003 (Fn. 13).

95 Art. 1 des 4. FMFG (Fn. 4); eingehend zur Reform des Börsenrechts H. BECK, Die Reform des Börsenrechts im vierten Finanzmarktförderungsgesetz – Teil 1: Änderungen des Börsenorganisationsrechts, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (2002) 662; Teil 2: Neuregelung der Handelsplattformen, des Maklerrechts und der Wertpapierzulassung, ebd. 699; aus dem Gesetzgebungsverfahren H. HAMMEN, Börsenorganisationsrecht im Wandel, in: Die Aktiengesellschaft (2001) 549; J. MUES, Anmerkungen zum Börsengesetz nach dem Diskussionsentwurf für das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (2001) 353; siehe ferner die Überblicksaufsätze zum 4. FMFG in Fn. 4.

96 Ebenso FLEISCHER, Finanzmarktförderungsgesetz (Fn. 4) 2982; FÜRHOFF/SCHUSTER (Fn. 3) 137; JAHN (Fn. 14) 124; REUSCHLE/FLECKNER (Fn. 34) 618; zum Entwurf MUES (Fn. 95) 353.

97 Eingehende Schilderung der *lex lata* bei S. KÜMPEL, Zur öffentlichrechtlichen Organisation der deutschen Wertpapierbörsen, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (2003) 3; zur Rechtslage vor dem 4. FMFG siehe z.B. HAMMEN (Fn. 95) 549–551; MUES (Fn. 95) 354 f.

98 BECK, Reform (Fn. 95) 664.

Diese öffentlich-privatrechtliche Mischstruktur der deutschen Börsen ist, wie auch ihre Verfechter einräumen, weltweit singulär<sup>99</sup>. Das im Auftrage des Bundesfinanzministeriums von *Hopt / Rudolph / Baum* erstattete Gutachten zur Börsenreform empfahl die Ablösung dieses Modells durch die international übliche privatrechtliche Börsenorganisation<sup>100</sup>, und zwar aus drei Gründen: Erstens sollte den Börsen die Möglichkeit gegeben werden, sich stärker von „quasihohheitlichen Betrieben“ zu „marktorientierten Dienstleistern“ fortzuentwickeln und so ihre Chancen im internationalen Wettbewerb zu verbessern<sup>101</sup>. Zweitens verfolgte man mit dem Vorschlag der Einführung einer privatrechtlichen Organisationsverfassung den Zweck, deutlicher zu machen, dass die Börsen insbesondere in kartellrechtlicher Hinsicht nicht anders zu behandeln seien als gewöhnliche Unternehmen<sup>102</sup>. Schließlich lehnte das Reformgutachten die Notwendigkeit einer staatlichen Genehmigung für den Betrieb einer Börse ab: Hierbei handele es sich um eine unternehmerische Entscheidung, über deren Berechtigung wie sonst auch allein der Markt entscheiden müsse<sup>103</sup>. Entsprechende Erwägungen finden sich auch in dem von *Merkt* für den 64. DJT erstatteten Gutachten<sup>104</sup>. Der Gesetzgeber hatte jedoch bereits zuvor mit der Verabschiedung des neuen Börsengesetzes in der Fassung des 4. FMFG klargestellt, dass er an der herkömmlichen Organisationsverfassung festhält. Allerdings fasste der Bundestag zugleich eine Entschließung, in der es heißt:

„Im Hinblick auf die zunehmende Komplexität des Börsenrechts und die künftigen Anforderungen, die sich für Deutschland in den nächsten Jahren aus der Schaffung des europäischen Finanzmarktes ergeben werden, bedürfen die Rechtsvorschriften über das Verhältnis zwischen Aufsicht, Börse und Börsenträger gleichwohl einer eingehenden Aufarbeitung und vertieften Diskussion. Ziel muss dabei sein, einerseits die Wettbewerbsfähigkeit der Börsen zu stärken und ihnen die erforderliche Flexibilität zur Anpassung an sich ändernde Rahmenbedingungen zu geben, andererseits aber auch einen hohen Grad an Marktintegrität zu sichern und dem Verbraucherschutz volle Geltung zu verschaffen.“<sup>105</sup>

Eingehend befasste sich sodann im September 2002 der 64. DJT mit dem Thema<sup>106</sup>. Entgegen dem Gutachten von *Merkt*<sup>107</sup> votierte der Referent *Beck* dezidiert für eine Beibehaltung der herkömmlichen öffentlich-rechtlichen Börsenstruktur<sup>108</sup>, wobei ihm

---

99 Siehe etwa BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 74.

100 HOPT / RUDOLPH / BAUM (Fn. 50) 7.

101 HOPT / BAUM (Fn. 50) 18.

102 HOPT / BAUM (Fn. 50) 18.

103 HOPT / BAUM (Fn. 50) 18.

104 MERKT, Gutachten (Fn. 11) G 81 ff.

105 Bundestags-Drucksache 14/8600 v. 20.3.2002, S. 12.

106 Siehe die Nachweise in Fn. 11.

107 MERKT, Gutachten (Fn. 11) G 74 ff.

108 BECK, Referat (Fn. 11) P 43 ff.; ebenso BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 74.

zahlreiche Praktiker aus dem Kreise der Aufsichtsbehörden zur Seite standen<sup>109</sup>. Die Argumente der Verteidiger des *Status Quo* sind die folgenden: Als besonderer Vorzug der öffentlich-rechtlichen Struktur wird die damit verbundene Satzungsautonomie der Börse hervorgehoben. Die Selbstverwaltung, so *Beck*, sei im unternehmerischen Wettbewerb gegenüber ausländischen Börsen kein Nachteil, sondern ermögliche es, schneller auf veränderte Anforderungen des Marktes zu reagieren<sup>110</sup>. Ferner wird auf die mit dem 4. FMFG eingeführte Befugnis der Börsen verwiesen, für Teilbereiche des amtlichen und des geregelten Marktes erhöhte Transparenz- und Publizitätspflichten einzuführen (§§ 42, 50 Abs. 3 und § 54 Satz 2 BörsG)<sup>111</sup>. Schließlich wird die Trennung von Börse und Trägergesellschaft als Element einer guten „*Corporate Governance*“ der Börse gelobt, weil sie es ermögliche, die Anteilseignerinteressen in den Organen der Trägergesellschaft zur Geltung zu bringen, während die Handelsteilnehmer, Emittenten und Anleger im Börsenrat vertreten seien<sup>112</sup>.

Letztlich konnte sich auch auf dem 64. DJT die Forderung nach einer Privatisierung der Börsen nicht durchsetzen. Die Abteilung entschied sich für die Empfehlung einer vermittelnden Position, nämlich nach sorgfältiger Prüfung der Ausgestaltungsmöglichkeiten den Betreibern die Wahl zwischen öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Börsenstruktur einzuräumen<sup>113</sup>. Auf absehbare Zeit dürfte sich daher an der Organisationsverfassung der deutschen Börsen nichts ändern. Insoweit ist auch der europäische Harmonisierungsdruck deutlich geringer als im Wertpapierhandels- und Kapitalmarktaufsichtsrecht<sup>114</sup>. Grenzüberschreitende Kooperationen (z.B. *Eurex*) sind auch im Rahmen des bestehenden Systems möglich<sup>115</sup>, und selbst die im Jahre 2000 aus anderen Gründen gescheiterte Fusion der FWB mit der London Stock Exchange zur „iX“ wäre insofern wohl nicht auf unüberwindliche Hindernisse gestoßen<sup>116</sup>. Das Zehn-Punkte-Papier der Bundesregierung vom Februar 2003 sieht eine Überprüfung des Verhältnisses von öffentlich-rechtlicher Börse und Börsenträger aufgrund des Beschlusses des Deutschen Bundestages zum 4. FMFG vom 5. April 2002 ausdrücklich vor<sup>117</sup>; konkrete Ergebnisse bleiben jedoch abzuwarten.

---

109 BROCKHAUSEN (Fn. 11) P 190 f.; HAGENA (Fn. 11) P 208 f.; KURTH (Fn. 11) P 161; aus der Wissenschaft BURGARD (Fn. 11) P 188 ff.; HAMMEN (Fn. 11) P 183 ff.; siehe auch bereits DERS. (Fn. 95).

110 BECK, Referat (Fn. 11) P 43; ebenso BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 74.

111 BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 74.

112 BECK, Referat (Fn. 11) P 43 f.; ebenso BECK / SCHLOCHTERMEYER (Fn. 49) 74.

113 Beschluss (Fn. 12) Nr. 4.5.B, angenommen: 33:17:10.

114 Die kartellrechtliche Gleichbehandlung der Börsen mit anderen Unternehmen wird auch von den Verfechtern des Status Quo zugrunde gelegt, siehe nur BECK, Referat (Fn. 11) P 45.

115 Vergleiche KURTH (Fn. 11) P 161.

116 So zumindest BECK, Referat (Fn. 11) P 45; plausibel, aber letztlich spekulativ MERKT, Gutachten (Fn. 11) G 83 Fn. 288 mit weiteren Nachweisen.

117 Zehn-Punkte-Programm (Fn. 13) Nr. 7 im Anschluss an die Entschließung (Fn. 105).

## 2. Einführung von Qualitätssegmenten auf der Basis der Börsenordnung

Die durch das 4. FMFG den Börsen eingeräumte Befugnis, auf Grundlage der Börsenordnung eine Neusegmentierung des amtlichen und des geregelten Marktes einzuführen, wurde bereits erwähnt<sup>118</sup>. Die FWB erhielt hiermit ein geeignetes Instrument, um die anhaltende Krise am Neuen Markt zu bereinigen. Dieses Segment war im März 1997 von der FWB als Teilmarkt im Rahmen des Freiverkehrs eingerichtet worden. Ziel war es, insbesondere neuen Unternehmensgründungen („*Start-Ups*“) aus der Hochtechnologiebranche („*New Economy*“) einen geeigneten Handelsplatz anzubieten. Der Neue Markt war privatrechtlich organisiert; die Teilnehmer mussten sich Allgemeinen Geschäftsbedingungen, dem sog. Regelwerk Neuer Markt, unterwerfen, das stärker als das herkömmliche deutsche Börsenrecht von internationalen Standards in Bezug auf Rechnungslegung (US-GAAP) und Publizität (Quartalsberichte) geprägt war<sup>119</sup>. Nach einer Reihe von spektakulären Pleiten mit zum Teil kriminellen Zügen (z.B. *EM.TV*, *Comroad*) und im Zuge der weltweiten Baisse entwickelte sich der Neue Markt jedoch vom Hoffnungsträger zu einer sprichwörtlichen „Kummerbörse“<sup>120</sup>. Versuche der FWB, die am stärksten abgestürzten Werte (*Penny Stocks*) mit Hilfe einer einseitigen Änderung des Regelwerks zwangsweise zu delisten, führten zu langwierigen rechtlichen Auseinandersetzungen<sup>121</sup>.

Die Deutsche Börse hat nun die bisherigen öffentlich-rechtlichen Segmente (Amtlicher und Geregelter Markt) sowie die beiden bisher privatrechtlich strukturierten Handelsplattformen (Neuer Markt und SMAX, d.h. Small- and Midcaps, eine Handelsplattform für kleine und mittelständische Unternehmen) in zwei neue Segmente überführt, den *Prime Standard* und den *General Standard*<sup>122</sup>. Der *General Standard* ist gewissermaßen die Handelsplattform für den Hausgebrauch; er sieht Zulassungsvoraussetzungen vor, die im Wesentlichen den bisher für den Amtlichen Markt geltenden gesetzlichen Anforderungen entsprechen. Der *Prime Standard* ist hingegen auf die Erwartungen internationaler Anleger zugeschnitten. Er verpflichtet die dort notierten Unternehmen zur Einhaltung zusätzlicher Transparenzanforderungen wie z.B. Quartalsberichte, Verwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, Ad-hoc-Mitteilungen in englischer Sprache usw.

---

118 Siehe oben bei Fn. 111.

119 Das Regelwerk (Stand: 18.10.2001) ist abrufbar unter [http://nm.deutsche-boerse.com/INTERNET/SEGMENTE/segmente.nsf/WebMaskenformeln/A9F25DC3E1AF194D41256AD800357A2A/\\$FILE/Regelwerk\\_NM\\_18102001.pdf](http://nm.deutsche-boerse.com/INTERNET/SEGMENTE/segmente.nsf/WebMaskenformeln/A9F25DC3E1AF194D41256AD800357A2A/$FILE/Regelwerk_NM_18102001.pdf).

120 Siehe hierzu MERKT, Gutachten (Fn. 11) G 106 f.; ferner BAUMS (Fn. 11) 376 f.; aus soziologischer Sicht E.K. SCHEUCH / U.SCHEUCH, Manager im Größenwahn (Reinbek 2003) 279–305.

121 Hierzu eingehend statt vieler MERKT, Gutachten (Fn. 11) G 108 ff.; G. BACHMANN, Regelwerk und Rechtsgeschäft – Zur einseitigen Änderung privater Börsenregeln, in: Wertpapier-Mitteilungen (2001) 1793; M. WOLF, Der Ausschluss vom Neuen Markt und die Aufnahme von Ausschlussgründen in das Regelwerk Neuer Markt, in: Wertpapier-Mitteilungen (2001) 1785.

122 Siehe hierzu das White Paper von 2003 (Fn. 30) 82 f.

### 3. Weitere Änderungen

Wenngleich, wie oben (unter III.1) ausgeführt, die Neufassung des Börsengesetzes die Grundstruktur des Gesetzes nicht angetastet hat, enthält das 4. FMFG doch eine Fülle von einzelnen Modernisierungsmaßnahmen, von denen einige im Folgenden kurz vorgestellt werden sollen.

#### a) *Pflichten des Börsenträgers und Beteiligungskontrolle*

Es ist bereits erwähnt worden, dass die Neufassung des Börsengesetzes die Pflichten des Börsenträgers näher regelt<sup>123</sup>. Hierzu gehört auch eine stärkere Kontrolle der Auslagerung von Funktionen oder Tätigkeiten, die für die Durchführung des Börsenbetriebs wesentlich sind (§ 1 Abs. 3 BörsG)<sup>124</sup>. Ein solches *Outsourcing* darf weder die ordnungsmäßige Durchführung des Handels an der Börse und der Börsengeschäftsabwicklung noch die Aufsicht über die Börse beeinträchtigen (§ 1 Abs. 3 Satz 1 BörsG). Insbesondere muss der Börsenträger sich im Falle einer Auslagerung vertraglich die erforderlichen Weisungsbefugnisse sichern und dafür sorgen, dass seine internen Kontrollmechanismen auch die ausgelagerten Funktionen ergreifen (§ 1 Abs. 3 Satz 2 BörsG). Flankiert werden diese Anforderungen durch eine Anzeigepflicht des Börsenträgers gegenüber der Börsenaufsichtsbehörde (§ 1 Abs. 3 Satz 3 BörsG). Einer Genehmigung der Auslagerung durch die Börsenaufsicht bedarf es hingegen nicht. Ferner regelt § 3 BörsG n.F. erstmals – entsprechend ähnlichen Vorschriften im Kreditwesen- und Versicherungsaufsichtsgesetz – die Kontrolle des Erwerbs bedeutender Beteiligungen an einem Börsenträger<sup>125</sup>. Hierfür wird eine Meldepflicht eingeführt, die es der Börsenaufsicht ermöglichen soll, die Zuverlässigkeit der Erwerbers zu überprüfen und gegebenenfalls entsprechende Schritte einzuleiten. Der Hintergrund dieser Regelung liegt in der Befürchtung, Börsen könnten über den Erwerb bedeutender Beteiligungen an der Trägergesellschaft von Seiten unzuverlässiger Personen in den Dunstkreis der organisierten Kriminalität geraten und zu Geldwäscheaktivitäten mißbraucht werden<sup>126</sup>. Ob die Gefährdungslage in Bezug auf Börsen tatsächlich mit der bei Banken und Versicherungen vergleichbar ist, wird allerdings von sachverständiger Seite bezweifelt<sup>127</sup>.

#### b) *Preisfeststellung und Maklerrecht*

Neu geregelt wurden die Preisfeststellung und das Maklerrecht<sup>128</sup>. Bisher wurden die Preise zwingend durch Kursmakler (im amtlichen Handel) oder durch Börsenmakler

---

123 Siehe oben unter III.1.

124 Hierzu ausführlich BECK, Reform (Fn. 95) 666 f.

125 Auch hierzu ausführlich BECK, Reform (Fn. 95) 665.

126 Bundestags-Drucksache 14/8017 v. 18.1.2002, S. 72 f.

127 RUDOLPH (Fn. 4) 1039 („ökonomisch überflüssig“); ferner BECK, Reform (Fn. 95) 665; dagegen wiederum FENCHEL (Fn. 4) 1355 f.

128 Ausführlich BECK, Reform (Fn. 95) 703 ff.

(am geregelten Markt) festgestellt. Nunmehr erfolgt nach § 25 Satz 1 BörsG die Ermittlung des Börsenpreises an Wertpapierbörsen im elektronischen Handel oder durch Unternehmen, die zur Feststellung des Börsenpreises zugelassen sind (Skontroführer). Parketthandel und elektronischer Handel werden insoweit gleichgestellt. Die Entscheidung der Börse über die Preisermittlungsmethode wird lediglich durch die allgemeine Vorgabe eingeschränkt, die Erfordernisse des Handels in den Wertpapieren, des Publikumsschutzes und des ordnungsgemäßen Börsenhandels zu berücksichtigen (§ 25 Satz 2 BörsG). Das Amt des Kursmaklers ist folgerichtig abgeschafft worden.

c) *Alternative Handelssysteme*

Auf die erstmalige Regelung alternativer Handelssysteme in den §§ 58–60 BörsG ist bereits hingewiesen worden<sup>129</sup>. Die komplizierten technischen Einzelheiten können an dieser Stelle nicht näher erörtert werden<sup>130</sup>. Zu beachten ist, dass die deutschen Vorschriften alsbald überarbeitet werden dürften, da der am 19.11.2002 vorgelegte Vorschlag für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie detaillierte Regelungen für sog. *Multilateral Trading Facilities* enthält<sup>131</sup>.

d) *Ersetzung der Börsentermingeschäfte durch Finanztermingeschäfte*

Ferner ist zu erwähnen, dass die bisherigen Vorschriften über Börsentermingeschäfte gestrichen wurden<sup>132</sup>. Die herkömmliche Regelung machte die Verbindlichkeit eines Börsentermingeschäfts von dem Vorliegen einer besonderen subjektiven Voraussetzung, der „Börsentermingeschäftsfähigkeit“, abhängig. Die bisherigen Vorschriften galten allgemein als konzeptionell und inhaltlich verfehlt; sie führten immer wieder zu komplizierten Abgrenzungsproblemen in Wissenschaft und Praxis<sup>133</sup>. Der Gesetzgeber hat jetzt in den §§ 37d bis 37g WpHG eine Neuregelung unter dem Begriff des „Finanztermingeschäfts“ eingeführt, die vom Wertpapierdienstleister die Einhaltung spezieller Informationsverpflichtungen gegenüber dem Verbraucher verlangt und deren Nicht-Erfüllung nicht durch die Unverbindlichkeit des Geschäfts, sondern mit Hilfe einer Schadensersatzverpflichtung sanktioniert.

---

129 Oben II.2.

130 Näher die in Fn. 34 Genannten.

131 Siehe den Vorschlag einer neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Fn. 17), Artt. 13, 22, 27–29 und hierzu die Begründung S. 20 ff.; näher BALZER (Fn. 34) 113 ff.; G. SPINDLER, Elektronische Finanzmärkte und Internet-Börsen – Teil II: Regulierungsvorhaben auf europäischer Ebene, in: Wertpapier-Mitteilungen (2002) 1365.

132 Zur Reform ausführlich P. MELZER, Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (2003) 366; J. SAMTLEBEN, Das Börsentermingeschäft ist tot – es lebe das Finanztermingeschäft?, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (2003) 69; F.A. SCHÄFER / V. LANG, Zur Reform des Rechts der Börsentermingeschäfte, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (2002) 197.

133 Näher SAMTLEBEN (Fn. 132) 69 f. mit weiteren Nachweisen.

#### 4. Zusammenfassung

Insgesamt betrachtet hat der Gesetzgeber mit dem reformierten Börsengesetz zwar keinen grundlegend neuen Weg eingeschlagen, sondern im Einklang mit dem Gedanken der Pfadabhängigkeit<sup>134</sup> an deutschen Besonderheiten wie der hybriden Struktur der Börsen, die neudeutsch auch als „*public-private-partnership*“ bezeichnet wird<sup>135</sup>, festgehalten. Gleichwohl wurden einige alte Zöpfe abgeschnitten, insbesondere wurde das missglückte Börsentermingeschäft in die Rechtsgeschichte verabschiedet. Ferner zeichnet sich die Neufassung des Börsengesetzes durch eine Vielzahl einzelner Modernisierungsmaßnahmen, insbesondere in Bezug auf den technischen Fortschritt (elektronischer Handel, alternative Handelssysteme) aus, welche die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland stärken.

### IV. HAFTUNGSVERSCHÄRFUNGEN IM KAPITALMARKTRECHT

#### 1. Einführung

Sowohl im Börsen- als auch im Wertpapierhandelsgesetz hat das 4. FMFG zu erheblichen Haftungsverschärfungen geführt. Auch insoweit ist jedoch die rechtspolitische Diskussion nicht zur Ruhe gekommen, zumal die deutsche Gesetzgebung auch auf diesem Gebiet von internationalen (europäischen und amerikanischen) Einflüssen überlagert wird. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf die unmittelbar zivilrechtlich relevanten Vorschriften, da die strafrechtliche Verantwortlichkeit bei Marktmanipulationen etc. Gegenstand des Beitrags von Frau Professor *Walther* ist<sup>136</sup>.

---

134 Zum Begriff der Pfadabhängigkeit umfassend L.A. BEBCHUK / M.J. ROE, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, in: *Stanford Law Review* 52 (1999) 127; aus deutscher Sicht z.B. H. FLEISCHER, Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (2001) 1, 13; K.J. HOPT, Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa?, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (2000) 779, 798–809; monographisch R. ACKERMANN, *Pfadabhängigkeit* (Tübingen 2001).

135 KÜMPEL (Fn. 97) 8.

136 S. WALTHER, in diesem Heft S. 189; zur Frage der Schutzgesetzeigenschaft des § 20a WpHG i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB siehe FLEISCHER, *Finanzmarktförderungsgesetz* (Fn. 4) 2979; eine solche Einstufung ablehnend N. HORN, Zur Haftung der AG und ihrer Organmitglieder für unrichtige oder unterlassene Ad-hoc-Informationen, in: *Habersack / Hommelhoff / Hüffer / K. Schmidt (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer* (Berlin 2003) 817, 823 mit weiteren Nachweisen zum Streitstand zu § 88 BörsG a.F.

## 2. *Prospekthaftung*

### a) *Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen*

Das 4. FMFG hat die Verjährung der Haftung für unrichtige Prospekte und Unternehmensberichte in konzeptioneller Anlehnung an den bei der BGB-Schuldrechtsreform<sup>137</sup> eingeschlagenen Weg neu geregelt (§§ 46, 55 BörsG). Künftig verjähren Ansprüche nach § 44 BörsG in einem Jahr ab Kenntnis des Erwerbers von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben eines Prospekts, unabhängig davon jedoch spätestens drei Jahre nach der Veröffentlichung des Prospekts. Hiermit steht der Anleger zwar schlechter als bei einer Anwendung der allgemeinen BGB-Regeln (drei bzw. zehn Jahre), aber besser als nach dem alten Recht (sechs Monate). Mittelbar wird daher die Haftung der Emittenten im Vergleich zur bisherigen Rechtslage verschärft. Trotz der an dieser Regelung geäußerten Kritik<sup>138</sup> handelt es sich um einen ausgewogenen Kompromiss zwischen den Schutzbedürfnissen der Anleger und dem Wunsch der Anbieter nach Rechtssicherheit.

### b) *Die Beschlüsse des 64. DJT*

Auch auf dem 64. DJT in Berlin 2002 wurde intensiv über die weitere Ausgestaltung der Prospekthaftung gestritten. Die wirtschaftsrechtliche Abteilung hielt als Ausgangspunkt an der Information der Investoren durch Verkaufsprospekte und nachfolgende Pflichtveröffentlichungen der Emittenten fest<sup>139</sup>. Gebilligt wurde auch die Forderung, die gesetzliche und die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung einander anzugleichen<sup>140</sup>. Bei der inhaltlichen und formalen Gestaltung von Prospekten soll zukünftig auf den durchschnittlich verständigen Anleger abzustellen sein<sup>141</sup>. Die Abteilung empfahl ferner, vertriebsbezogene Werbeveröffentlichungen außerhalb des Börsenzulassungs- oder Verkaufsprospekts der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zu unterwerfen<sup>142</sup>. Sie lehnte es aber ab, emissionsbegleitende mündliche Äußerungen gegenüber einer Vielzahl von Anlegern – z.B. auf sog. „Roadshows“ – in die Prospekthaftung einzu-beziehen<sup>143</sup>.

---

137 Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts vom 26.11.2001, BGBl. 2001 I 3138; speziell zur Reform der Verjährungsvorschriften ausführlich H.-P. MANSEL, Die Neuregelung des Verjährungsrechts, in: Neue Juristische Wochenschrift (2002) 89.

138 Kritisch G. ARCHNER, Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus der Sicht der Investmentbranche, in: Die Bank (2001) 800, 806; HUTTER / LEPPERT (Fn. 11) 660 f.

139 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.1, angenommen: 57:0:0.

140 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.2, angenommen: 52:0:5.

141 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.4, angenommen 56:0:1.

142 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.6, angenommen: 54:3:1.

143 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.7, abgelehnt: 24:29:5.

c) *Europäische Entwicklung*

Nach Art. 6 Abs. 2 des geänderten Vorschlags für eine Prospekt-Richtlinie vom 9.8.2002 sollen die Mitgliedstaaten dafür Sorge tragen, dass ihre Rechts- und Verwaltungsvorschriften auf dem Gebiet der zivilrechtlichen Haftung für jene Personen gelten, die für die im Prospekt gemachten Angaben zuständig sind<sup>144</sup>. Eine zivilrechtliche Haftung von Personen, die lediglich für eine Zusammenfassung oder eine Übersetzung des Textes verantwortlich seien, wird jedoch ausgeschlossen, sofern die Zusammenfassung nicht irreführend, inkohärent oder unrichtig ist. Eine materielle Vereinheitlichung der zivilrechtlichen Prospekthaftung jenseits dieser Mindestanforderungen ist offenbar nicht geplant, was Kritik von Seiten des Deutschen Aktieninstituts hervorgerufen hat<sup>145</sup>. Der Anpassungsbedarf in Bezug auf die deutschen Prospekthaftungsvorschriften dürfte daher bei einer Verabschiedung des Richtlinienvorschlags in der derzeitigen Fassung allenfalls gering sein<sup>146</sup>.

3. *Ad-hoc-Publizität*

a) *Wichtige Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz*

Das 4. FMFG hat zunächst den Tatbestand der Verpflichtung zur Veröffentlichung und Mitteilung kursbeeinflussender Tatsachen konkretisiert, um in der Vergangenheit beobachtete Missstände einzudämmen<sup>147</sup>. So schreibt das Gesetz jetzt ausdrücklich vor, dass in der Veröffentlichung verwendete Kennzahlen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen müssen (§ 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG). Hierdurch soll verhindert werden, dass die Unternehmen zwar formal ihrer Mitteilungspflicht genügen, inhaltlich aber nur verkürzte oder gar irreführende, „schöngerechnete“ Zahlen (z.B. „Ergebnis vor Marketing“<sup>148</sup>) ohne Aussagewert für den Anleger präsentieren<sup>149</sup>. Ferner dürfen sonstige Angaben, die offensichtlich nicht zur Kursbeeinflussung geeignet sind, auch in Verbindung mit an sich veröffentlichungspflichtigen Tatsachen nicht veröffentlicht werden (§ 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG). Hiermit soll der wachsende Missbrauch von Ad-hoc-Mitteilungen zur Verbreitung bloßer Werbebotschaften eingedämmt werden<sup>150</sup>.

---

144 Vorschlag einer Prospekt-Richtlinie (Fn. 16).

145 DAI (Fn. 16) 4.

146 Siehe CRÜWELL (Fn. 16) 252: „wird [...] für die deutsche Rechtslage [...] nichts ändern.“

147 GROBMANN / NIKOLEYCZIK (Fn. 4) 2032 f.; HUTTER / LEPPERT (Fn. 4) 653.

148 Beispiel bei FENCHEL (Fn. 4) 1358.

149 Hierzu BAUR / WAGNER (Fn. 4) 532; FENCHEL (Fn. 4) 1358; FLEISCHER, Finanzmarktförderungsgesetz (Fn. 4) 2977 f.; GROBMANN / NIKOLEYCZIK (Fn. 4) 2032 f.; HUTTER / LEPPERT (Fn. 4) 653.

150 Näher FENCHEL (Fn. 4) 1358; FLEISCHER, Finanzmarktförderungsgesetz (Fn. 4) 2977 f.; GROBMANN / NIKOLEYCZIK (Fn. 4) 2032 f.; HUTTER / LEPPERT (Fn. 4) 653.

Eine einschneidende Neuerung liegt darin, dass Anleger künftig grundsätzlich Schadensersatzansprüche gegen den Emittenten – jedoch nicht gegen die verantwortlichen Organmitglieder – haben, wenn die unverzügliche Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen unterlassen wird und daraufhin die Wertpapiere erworben oder veräußert worden sind (§ 37b WpHG)<sup>151</sup>. Ebenso steht dem geschädigten Anleger ein Ersatzanspruch zu, wenn er im Vertrauen auf eine inhaltlich unwahre Ad-hoc-Mitteilung Wertpapiere des Emittenten erwirbt oder veräußert (§ 37c WpHG)<sup>152</sup>. Derartige Schadensersatzansprüche sah das bisher geltende Recht nicht vor<sup>153</sup>; allgemein-zivilrechtliche Schadensersatzgrundlagen griffen nur in krassen Fällen (z.B. vorsätzliche sittenwidrige Schädigung, § 826 BGB) und scheiterten auch dann zumeist auf der prozessualen Ebene an Beweisschwierigkeiten<sup>154</sup>. Im Einzelnen werfen die neuen komplexen Vorschriften eine Fülle von Auslegungsfragen, z.B. zur Berechnung des dem Kapitalanleger entstandenen Schadens, auf, die hier nicht nachgezeichnet werden können<sup>155</sup>. Überwiegend wird die Schaffung von Schadensersatzansprüchen als Schritt in die richtige Richtung bewertet<sup>156</sup>. Kritisiert wird jedoch, dass die neu geschaffenen Anspruchsgrundlagen sich allein gegen den Emittenten, und nicht, wie dies die Regierungskommission Corporate Governance (*Baums*-Kommission) gefordert hatte<sup>157</sup>, gegen die verantwortlichen Personen (Vorstandsmitglieder) richten<sup>158</sup>. Allerdings können diese vom Emittenten in Regress genommen werden; diese Inanspruchnahme ist unabdingbar (§§ 37b Abs. 6, 37c Abs. 6 WpHG).

Probleme bereitet auch die prozessuale Flankierung des Anlegerschutzes, da durch fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen in der Regel eine Vielzahl von Anlegern betroffen

---

151 Hierzu ausführlich H. FLEISCHER, Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen, in: Betriebs-Berater (2002) 1869; G. MAIER-REIMER / A. WEBERING, Ad hoc-Publizität und Schadensersatzhaftung, in: Wertpapier-Mitteilungen (2002) 1857; M.-C. RÖSSNER / J. BOLKART, Schadensersatz bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (2002) 1471.

152 Siehe die in der vorigen Fußnote Genannten.

153 Überblick über das bisher geltende Recht z.B. bei W. GROB, Haftung für fehlerhafte oder fehlende Regel- oder ad-hoc-Publizität, in: Wertpapier-Mitteilungen (2002) 477; N. HORN (Fn. 136) 817 ff.

154 Näher FLEISCHER, Finanzmarktförderungsgesetz (Fn. 4) 2979 mit weiteren Nachweisen.

155 Vertiefend FLEISCHER, Inhalt (Fn. 151) sowie MAIER-REIMER / WEBERING und RÖSSNER / BOLKART, alle Fn. 151.

156 FENCHEL (Fn. 4) 1359; FLEISCHER, Finanzmarktförderungsgesetz (Fn. 4) 2979; grundsätzliche Bedenken aber bei HUTTER / LEPPERT (Fn. 4) 654; kritisch zur Ausgestaltung GROBMANN / NIKOLEYCZIK (Fn. 4) 2034 ff.

157 T. BAUMS (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts (Köln 2001) Rn. 182 ff.

158 B. GROBMANN / NIKOLEYCZIK (Fn. 4) 2036; HUTTER / LEPPERT (Fn. 4) 654; RÖSSNER / BOLKART (Fn. 151) 1477; RUDOLPH (Fn. 4) 1039.

ist<sup>159</sup>. Es fehlen im deutschen Verfahrensrecht gegenwärtig die Instrumente, die eine effektive Bündelung der Interessen geschädigter Anleger im Prozess erlauben würden<sup>160</sup>.

*b) Vorschläge zur Ausdehnung der Informationshaftung auf dem 64. DJT*

Vor diesem Hintergrund sprach sich auch die wirtschaftsrechtliche Abteilung des 64. DJT für einen Ausbau der Haftungsgrundlagen aus. Auf nahezu allgemeine Akzeptanz stieß der Vorschlag, die zivilrechtliche Schadensersatzpflicht des Emittenten für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen auf sämtliche fehlerhaften Pflichtveröffentlichungen auszuweiten<sup>161</sup>. Mit deutlich geringerer Stimmenzahl wurde die Empfehlung angenommen, die Informationshaftung auch auf freiwillige Verlautbarungen zu erstrecken<sup>162</sup>. Mit der denkbar knappsten Mehrheit wurde schließlich empfohlen, der Emittentenhaftung eine persönliche Außenhaftung der verantwortlichen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder an die Seite zu stellen<sup>163</sup>. Jedoch soll eine persönliche Informationshaftung von Gesellschaftsorganen nicht schon bei leichter Fahrlässigkeit eingreifen und auch bei grober Fahrlässigkeit mit einer Haftungshöchstgrenze ausgestattet werden<sup>164</sup>. Zudem empfahl die Abteilung zur wirkungsvollen Durchsetzung der Anlegerrechte die Einführung einer bereichsspezifischen Gruppenklage<sup>165</sup>.

*c) Das aktuelle Zehn-Punkte-Papier*

Das im Februar 2003 von der Bundesregierung vorgelegte Zehn-Punkte-Papier sieht vor, die mit dem 4. FMFG begonnene Verbesserung der Ansprüche von Anlegern bei Fehlinformationen des Kapitalmarkts (s.o. unter a) fortzuführen<sup>166</sup>. Hierbei wurden auch die oben erwähnten Beschlüsse des 64. DJT aufgegriffen (s.o. unter b). So sollen künftig nicht nur der Emittent von Wertpapieren den Anlegern gegenüber haften, sondern zusätzlich die verantwortlichen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder persönlich<sup>167</sup>. Ferner prüft die Bundesregierung, inwieweit Schadensersatzansprüche nicht nur bei falschen oder unterlassenen Ad-hoc-Mitteilungen, sondern auch bei anderen Falschinformationen, z.B. hinsichtlich der Angaben in Abschlüssen, Lageberichten und Zwischenberichten oder etwa auch bei irreführenden Aussagen in Reden oder Interviews

---

159 Siehe nur Regierungskommission (Fn. 157) Rn. 188 f.; FLEISCHER, Gutachten (Fn. 11) F 115–118; GROBMANN / NIKOLEYCZIK (Fn. 4) 2037.

160 Siehe die in der vorigen Fußnote Genannten; die bereits im geltenden Recht gegebenen Möglichkeiten zur Anspruchsbündelung betont hingegen B. HEB, Sammelklagen im Kapitalmarktrecht, in: Die Aktiengesellschaft (2003) 113.

161 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.9, angenommen: 54:1:2.

162 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.10, angenommen: 33:20:5.

163 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.11, angenommen: 27:26:6.

164 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.12, angenommen: 45:9:6.

165 Beschluss (Fn. 12) Nr. 1.15, angenommen 35:20:5.

166 Zehn-Punkte-Programm 2003 (Fn. 13).

167 Zehn-Punkte-Programm 2003 (Fn. 13) Nr. 2.

eingräumt werden sollten<sup>168</sup>. Für Fälle (grob) fahrlässiger Falschinformation erscheint der Bundesregierung eine Obergrenze für die persönliche Haftung der Organmitglieder erwägenswert<sup>169</sup>.

Zudem will die Bundesregierung den geschädigten Anlegern eine verbesserte Durchsetzung ihrer Schadensersatzansprüche ermöglichen<sup>170</sup>. Ihr schwebt ein Mechanismus vor, der die bisherigen Schwächen beheben soll, ohne zu Sammelklagen amerikanischen Musters zu führen<sup>171</sup>.

d) *Anforderungen an die Ad-hoc-Publizität nach Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie*

Eine Regelung der Ad-hoc-Publizität enthält ferner die kürzlich verabschiedete Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>172</sup>. Art. 6 Abs. 1, 2 der Richtlinie lautet:

„(1) Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben. Unbeschadet der Maßnahmen, die getroffen werden können, um den Bestimmungen des Unterabsatzes 1 Folge zu leisten, sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass Emittenten alle Insider-Informationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internet-Site anzeigen.

(2) Ein Emittent darf die Bekanntgabe von Insider-Informationen gemäß Absatz 1 auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern diese Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Die Mitgliedstaaten können vorsehen, dass der Emittent die zuständige Behörde unverzüglich von der Entscheidung, die Bekanntgabe der Insider-Informationen aufzuschieben, zu unterrichten hat.“

Eine „Insider-Information“ im Sinne des Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie ist 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“.

---

168 Ebd.

169 Ebd.

170 Ebd.

171 Ebd. mit näheren Einzelheiten; SEIBERT, 10-Punkte-Programm (Fn. 10) 694 f. meint, es sei „ganz eindeutig keine deutsche *Class action* beabsichtigt, sondern ein gesetzlich geordnetes Musterverfahren“ etwa nach dem Vorbild des § 93a VwGO.

172 Marktmissbrauchsrichtlinie (Fn. 15).

Diese Form der Ad-hoc-Publizität weicht tatbestandlich vom geltenden deutschen Recht insoweit ab, als sich gemäß § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG die Veröffentlichungspflicht auf Tatsachen aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten beschränkt, die wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf geeignet sind, den Börsenpreis der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Die Fassung des Art. 6 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie wird im Vergleich dazu als Verschärfung interpretiert, weil sie ein geringeres Maß an Verwirklichung des zugrunde liegenden Sachverhalts ausreichen lasse und auch den Bezug der Tatsache gerade zum Emittenten abschwäche<sup>173</sup>. Allerdings verlangt auch Art. 6 Abs. 1 der Richtlinie eine „unmittelbare“ Betroffenheit des Emittenten, und die Eignung zur Kursbeeinflussung findet sich in der Legaldefinition der Insider-Information des Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie. Hier besteht noch erheblicher Klärungsbedarf<sup>174</sup>.

Die technischen Modalitäten der Bekanntgabe von Insider-Informationen bzw. deren Aufschiebung sind gemäß Art. 6 Abs. 10 erster und zweiter Spiegelstrich der Richtlinie auf der zweiten Stufe des *Lamfalussy*-Verfahrens (s.o. III.5) zu klären.

#### 4. Zusammenfassung

Die mittelbare Verschärfung der Prospekthaftung durch die Verlängerung der Verjährungsfrist sowie die Einführung eines Schadensersatzanspruchs bei einer Verletzung von Ad-hoc-Publizitätspflichten sind wichtige Schritte auf dem Weg zu einer Verbesserung des Kapitalanlegerschutzes. Das neue Zehn-Punkte-Papier der Bundesregierung hat die Beschlüsse des 64. DJT erfreulicherweise aufgegriffen und lässt die Bereitschaft erkennen, endlich auch die notwendige verfahrensrechtliche Flankierung des Anlegerschutzes in Angriff zu nehmen. Die Diskussion auf dem 64. DJT hat indes auch gezeigt, dass die systematische und dogmatische Durchdringung der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung ein weites Feld ist, dessen Bearbeitung weiterhin eine dringliche Aufgabe für Wissenschaft und Praxis bildet. Der europäische Harmonisierungsdruck ist eher punktuell, und es fragt sich, ob sich der gegenwärtig in Bezug auf kapitalmarktrechtliche Informationspflichten verfolgte pointillistische Ansatz sowie der Verzicht auf nähere Vorgaben für die mitgliedstaatlichen Haftungsregeln auf Dauer als zielführend erweisen werden.

---

173 Eingehend LEPPERT / STÜRWALD (Fn. 15) 94 f.; ebenso DIER / FÜRHOFF (Fn. 15) 608.

174 Näher L. GRIMME / J. VON BUTTLAR, Neue Entwicklungen in der Ad-hoc-Publizität – Vom Vierten Finanzmarktförderungsgesetz zur Marktmissbrauchsrichtlinie, in: Wertpapier-Mitteilungen (2003) 901.

## V. ERGEBNIS

Die voranstehende *Tour d'Horizon* über aktuelle Entwicklungen im deutschen Recht der Finanzdienstleistungsaufsicht, der Börsenregulierung und der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung zeigt die Schwierigkeiten, denen sich der nationale Gesetzgeber auf einem Rechtsgebiet gegenüber sieht, das wie kaum ein anderes von den Anforderungen der Globalisierung geprägt wird. Konvergenzen des deutschen Rechts hin zu internationalen Standards, etwa die Einführung des *single-regulator*-Konzepts in der Finanzdienstleistungsaufsicht und die Berücksichtigung des technologischen Wandels im neuen Börsenrecht, stehen einem aus Pfadabhängigkeit gespeisten Beharrungsvermögen in Fragen des Börsenorganisationsrechts und der Börsenaufsicht gegenüber. Die neueren Entwicklungen auf dem Gebiet der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung zeigen, dass dem nationalen Gesetzgeber ungeachtet europäischer Harmonisierungsmaßnahmen immer noch ein erheblicher Spielraum verbleibt, im eigenen Kompetenzbereich autonome Lösungen zur Verbesserung des Kapitalanlegerschutzes zu entwickeln. Auch bei der Ausarbeitung dieser Lösungen ist jedoch wachsame Rechtsvergleichung erforderlich, um den Anschluss an internationale Standards zu erreichen und gegebenenfalls zu wahren. Die EU und ihre Mitgliedstaaten werden gegenüber den USA und insbesondere der SEC nur dann eigene Ordnungsvorstellungen im Kapitalmarktrecht durchsetzen können, wenn das europäische Recht höchsten Ansprüchen standhält. Hinzu kommen muss freilich die Bereitschaft, sich eine effektive Kapitalmarktaufsicht auch etwas kosten zu lassen<sup>175</sup>.

## SUMMARY

*The combined forces of international competition, European harmonization, and technological progress exert considerable pressure on the German legal system. The author examines recent German law reforms in the fields of financial supervision, the regulation of stock exchanges, and liability for false information given to capital market participants. With regard to financial supervision, Germany follows the dominant international model of creating a single regulator. Yet the German version of integrated financial supervision shows characteristic features which can mostly be traced back to the German political system, i.e., the concept of a so-called "cooperative federalism". Especially in the field of stock exchange supervision, important competences such as the supervision of alternative trading systems as well as the persecution of criminal offences (e.g., insider trading) remain in the hands of the German Länder. Therefore, it*

---

175 In Bezug auf die SEC ist gegenwärtig eine Aufstockung des Personals um ein Drittel und eine Verdoppelung des Budgets im Gespräch, siehe M. FABRICIUS, Pitt: Mehr Kontrollen führen nicht zwangsläufig zu mehr Ethik, in: Die Welt v. 9.5.2003, S. 19.

*seems increasingly likely that Germany may skip the stage of a full-blown nationally integrated supervision of capital markets in favour of a European supervisory authority. Accordingly, the author gives a survey of the current state of the discussion about the creation of a European SEC, an idea for which the time has come because of the competition of legal orders made possible by Centros and its progeny. As far as the organisation of stock exchanges is concerned, Germany clings to the unique model of a private-public partnership which has repeatedly been the subject of heated controversies, but which seems to be firmly enshrined for the foreseeable future. Finally, the author gives a survey of recent reforms concerning prospectus liability, market manipulation, and publicity. Although all of these areas are increasingly "Europeanized", the national legislators still have considerable scope as to which should be used to adapt the internal law to the expectations of a global capital market.*