

manual

SUSANNE KALSS | MARTIN OPPITZ

Kapitalmarkt- recht

manual

Susanne Kalss, Martin Oppitz

Kapitalmarktrecht

Wien 2024

facultas

Autoren:

Univ.-Prof. Dr. Dr. h.c. Susanne Kalss, LL.M. (Florenz)

Wirtschaftsuniversität Wien – Institut für Unternehmensrecht

RA Priv.-Doz. MMag. Dr. Martin Oppitz

Lektor an den Universitäten Klagenfurt und Wien

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

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

Alle Angaben in diesem Fachbuch erfolgen trotz sorgfältiger Bearbeitung ohne Gewähr, eine Haftung der Autoren oder des Verlages ist ausgeschlossen.

1. Auflage 2024

© 2024 Facultas Verlags- und Buchhandels AG

facultas Universitätsverlag, 1050 Wien, Österreich

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und der Verbreitung sowie der Übersetzung, sind vorbehalten.

Satz: Wandl Multimedia-Agentur

Druck: Facultas Verlags- und Buchhandels AG

Printed in Austria

ISBN 978-3-7089-2467-0

Vorwort

Das Kapitalmarktrecht hat sich innerhalb des Wirtschaftsrechts seit langem als eigenständige Materie mit Querschnittscharakter etabliert. Entwickelte Volkswirtschaften verfügen über dicht regulierte Kapitalmärkte, um die Ausgabe und den Handel langfristiger Finanzierungstitel zu ermöglichen. Gerade auch die jüngere Wirtschaftsgeschichte zeigt, wie verletzlich Volkswirtschaften bei Krisen am Kapitalmarkt sind, sofern keine oder unzulängliche Rahmenbedingungen greifen.

Das österreichische Kapitalmarktrecht ist maßgeblich durch europarechtliche Grundlagen geprägt. Das Börsegesetz, das Wertpapieraufsichtsgesetz, das Kapitalmarktgesetz und das Übernahmegesetz bildet den Kernbereich. Soweit nicht europäisches Verordnungsrecht besteht, hat sich der österreichische Gesetzgeber der Umsetzung von Richtlinienrecht zu widmen. Ergänzend gelten zahlreiche Rechtsakte aus dem Bereich des „soft law“ wie Leitlinien und Empfehlungen von Aufsichtsbehörden. Das Kapitalmarktrecht besteht somit aus völlig unterschiedlichen Rechtsquellen und Rechtsschichten, denen es zum Teil an Geschlossenheit fehlt.

Das vorliegende Manual bietet für Interessierte einen Einstieg in das Kapitalmarktrecht. Das Werk will vor allem Studenten und Studentinnen in die vielfältige Materie des Kapitalmarktrechts hineinbegleiten und in ihnen das Interesse für dieses dynamische und vielfältige Rechtsgebiet wecken. Wesentliche Aspekte des Kapitalmarktrechts werden in ihren Grundzügen dargestellt. Hinweise auf weiterführende Literatur und Judikatur sind – dem Zweck des Manuals entsprechend – sparsam gehalten, dennoch sollte deutlich werden, dass viele Rechtsfragen offen sind und erst durch Judikatur und Literatur geklärt werden müssen.

Wir bedanken uns sehr herzlich bei Herrn Florian Ebner, LL.M., für wertvolle Anregungen, bei Frau Kristina Harrer, LL.B., LL.M., Herrn Mag. Benedikt Hirschler, Frau Karoline Kurz, LL.B. und Herrn Mag. Michael Seyffertitz für die Lese- und Korrekturarbeiten, bei Frau Mag. Sandra Maria Schwarz für ihre Schreib- und Koordinierungstätigkeit. Sie sind alle am Institut für Unternehmensrecht an der Wirtschaftsuniversität tätig.

Wir freuen uns, wenn die für Studenten und Studentinnen der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften konzipierte Darstellung veranschaulicht, welche juristischen Herausforderungen mit der Schaffung funktionierender Kapitalmärkte verbunden sind.

Über Lob, Anregungen, Hinweise, Kritik und Verbesserungsvorschläge freuen wir uns. Bitte senden Sie diese an lehrstuhl.kalss@wu.ac.at.

Dezember 2023

Susanne Kalss
Martin Oppitz

Inhaltsverzeichnis

Teil 1: Kapitalmarktrecht	1
I. Grundlagen des Kapitalmarkts	1
1. Kapitalmarkt – Begriff und Aufgabe	1
2. Gesellschaftsformen – Kapitalaufbringung und Desinvestition	3
3. Kapitalmarktrecht	5
4. Kapitalmarktaufsicht	6
5. Ziele und Prinzipien des Kapitalmarktrechts	8
6. Kapitalmarkt – Finanzierung von Unternehmen durch externe Geldgeber	9
i. Eigenfinanzierung	9
ii. Kontaktieren von Familie und Freunden als Geldgeber	9
iii. Öffentliches Anbieten von Kapitalanlagen	10
iv. Börsennotierung von Finanzinstrumenten	11
v. Kapitalmarkt als konzentrischer Kreis	11
vi. Primärmarkt – Sekundärmarkt – IPO	12
II. Öffentliches Angebot – Prospektrecht	13
1. Rechtsgrundlagen: ProspektVO und KMG 2019	13
2. Angebot für Veranlagungen	14
3. Prospektrecht für Wertpapiere	14
4. Öffentliches Angebot – Begriff	14
5. Ausnahmen von der Prospektspflicht	15
6. Inhalt und Form des Prospekts	16
7. Billigung oder Kontrolle des Prospekts	18
8. Veröffentlichung	18
9. Nachtrag zum Prospekt	19
10. Sprache	19
11. Grenzüberschreitende Angebote – „Passporting“	20
12. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung der Prospektspflicht	20
i. Aufsichtsrechtliche Sanktionen	20
ii. Zivilrecht	21
(a) Prospekthaftung	21
(b) Rücktritt vom Vertrag	24
13. Aufsichtsrechtliche Vorgaben für die Werbung und Haftung für Werbebroschüren	35
14. Alternativfinanzierungsgesetz – Crowd Funding	25
i. Finanzierungstechnik	25
ii. Anwendungsbereich des Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG)	26
iii. Anlegerschutz durch Information – Informationsblatt	27
iv. Mindestanforderung an Plattformbetreiber	27

III. Börse	28
1. Börse als Marktform	28
2. Alternative Handelssysteme	29
3. Zulassungsvoraussetzungen zur Börse (geregelter Markt)	29
4. Antrag zur Zulassung zur Börse (geregelter Markt)	30
5. Folgepflichten	31
i. Rechte und Pflichten börsennotierter Gesellschaften	32
ii. Folgepflichten bei Notierung an anderen Handelsplätzen (MTF, OTF)	33
iii. Sonstige Folgepflichten des Emittenten	33
6. Beendigung der Börsennotierung – Delisting	34
i. Beweggründe für die Notierungsbeendigung	34
ii. Rechtsgrundlagen	34
iii. Unfreiwillige Beendigung der Notierung	35
iv. Freiwillige Notierungsbeendigung	35
v. Kaltes Delisting	36
7. Aufsichtsrechtliche Sanktionen	37
IV. Digitale Innovationen am Finanzmarkt: DLT-Finanzinstrumente und „Märkte für Kryptowerte“	38
1. Allgemeines	38
2. DLT-Finanzinstrumente und DLT-Marktinfrastrukturen	39
3. Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)	40
i. Kryptowerte-Whitepaper	40
ii. Zulassungspflicht für Emittenten von vermögenswertreferenzierten Token und E-Geld Token	41
iii. Erbringung von Krypto-Dienstleistungen	41
iv. Verhinderung und Verbot von Marktmissbrauch	41
 Teil 2: Verhaltens- und Informationspflichten beim Handel von Finanzinstrumenten	 43
I. Verhaltens- und Informationspflichten – Marktmissbrauch im Allgemeinen	43
1. Verhaltenspflichten – Informationspflichten	43
2. Rechtsgrundlagen	44
3. Finanzinstrumente	45
II. Identifikation von Aktionären	46
1. Regelungsgegenstand und Zweck	46
2. Mindestanteilsbesitz	46
3. Auskunftseinholung und Informationsweitergabe	47
4. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung	47

III. Verbot des Insiderhandels	47
1. Verhaltenspflichten	47
2. Insiderinformation	48
i. Nicht öffentliche Information	48
ii. Präzise Information	49
iii. „Direkt oder indirekt den Emittenten oder ein Finanzinstrument betreffend“	50
iv. Kursrelevanz	51
3. Personenkreis der Insider	52
i. Primärinsider	52
ii. Sekundärinsider	53
4. Gestreckte Sachverhalte und Zwischenschritte	53
i. Begriff	53
ii. Grafische Darstellung	53
iii. Einordnung Zwischenschritt	54
5. Die drei Insiderverbote	56
i. Handelsverbot	56
ii. Empfehlungsverbot	56
iii. Weitergabeverbot (Verbot der Offenlegung)	57
6. Insiderliste	58
7. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung	58
i. Gerichtliche Strafe	58
ii. Verwaltungsstrafrecht	58
iii. Zivilrecht	59
IV. Ad-hoc-Publizität	59
1. Begriff	59
2. Anknüpfung – Insiderinformation	60
3. Veröffentlichungspflicht	61
4. Aufschiebung der Veröffentlichung	62
5. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung	63
i. Verwaltungsstrafrecht	63
ii. Zivilrecht	63
V. Marktmanipulation	63
1. Begriff	63
2. Verbotene Verhaltensweisen	64
3. Informationsgestützte Marktmanipulation	64
4. Handelsgestützte Marktmanipulation	65
5. Handlungsgestützte Marktmanipulation	67
6. Zwingende Beispiele	67
7. Ausnahmen vom Verbot der Kursmanipulation	67
8. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung	68
i. Gerichtliche Strafe	68

ii. Verwaltungsstrafrecht	68
iii. Zivilrecht	68

Teil 3: Übernahmerecht und vorangehende Offenlegungspflichten 69

I. Beteiligungspublizität 69

1. Allgemeines	69
i. Regelungsgegenstand und Zweck	69
ii. Rechtsgrundlagen	70
2. Anwendungsbereich	71
3. Offenlegungspflichtige Transaktionen	71
i. Erwerb und Veräußerung von stimmberechtigten Aktien	71
ii. Zurechnung von sonstigen Einflusspositionen	73
iii. Ausnahmen von der Zurechnung	75
iv. Offenlegung anderer Finanzinstrumente	75
4. Meldepflicht	77
i. Erwerber und Veräußerer	77
ii. Emittent	77
iii. Veröffentlichung der Meldung	78
5. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung	78
i. Verwaltungsstrafrecht	78
ii. Zivilrecht	78
iii. Ruhen des Stimmrechts	79
iv. Parallele Deliktsverletzung	79
6. Offenlegung für Erwerb und Veräußerung eigener Aktien	80

II. Eigenschaften von Führungskräften – Directors’ Dealings 80

1. Regelungsgegenstand und Zweck	80
2. Anwendungsbereich	80
3. Meldepflichtige Personen	81
4. Meldepflichtige Geschäfte	82
5. Meldeschwelle	83
6. Erfassungs- und Belehrungspflicht	83
7. Meldung und Veröffentlichung	83
8. Handelsverbote	84
9. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung	84

III. Übernahmerecht 85

1. Allgemeines	85
i. Regelungsgegenstand	85
ii. Rechtsgrundlagen und behördliche Zuständigkeit	85
iii. Anwendungsbereich	86
iv. Angebotsformen	86

2. Allgemeine Grundsätze des Übernahmerechts	87
3. Regelungen für alle Angebote	88
4. Pflichtangebote	89
i. Kontrolle	89
ii. Gemeinsam vorgehende Rechtsträger	90
iii. Erlangen der Kontrolle	91
iv. Sonderregelungen	91
v. Ausnahmen von der Angebotspflicht	92
vi. Verpflichteter für das Angebot	93
vii. Preis des Angebots	94
5. Freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung (antizipatorische Pflichtangebote)	94
6. Sonstige Angebote	95
7. Delisting-Angebot	95
8. Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung des ÜbG	95

Teil 4: Verhaltensbezogene Pflichten einzelner Marktteilnehmer im Vertrieb von Finanzinstrumenten (Finanzintermediäre)

I. Finanzintermediäre – unterschiedliche Marktteilnehmer	97
II. Überblick über die einzelnen Pflichten	97
1. Anlageberatung	98
2. Portfolioverwaltung	98
3. Übermittlung von Aufträgen	98
III. Aufsichtsrecht	99
IV. Kundenschutzvorschriften	99
1. Einleitung – redliche Geschäftsführung	99
2. Product Governance	100
3. Kundenklassifikation	101
4. Eignungs- und Angemessenheitsprüfung	103
5. Interessenkonfliktmanagement	104
6. Best Execution	108
7. Werbebeschränkungen	109
i. Unerbetene Nachrichten	109
ii. Haustürgeschäfte	110
V. Sonstige Finanzintermediäre	111
1. Informationsdienstleister – Finanzintermediäre	111
2. Finanzanalysten	111
3. Ratingagenturen	112
4. Stimmrechtsberater	113

VI. Nachhaltigkeit im Kapitalmarkt- und Finanzmarktrecht	
(Sustainable Finance)	114
1. Sustainable Finance	114
2. Taxonomie-Verordnung	115
3. Nachhaltigkeitsberichterstattung	115
4. Offenlegungs-Verordnung	115
5. Individuelle Informations- und Beratungspflichten	116
Stichwortverzeichnis	117

Kapitel IV in Teil 1 wurde von Herrn Florian Ebner, LL.M (WU) verfasst.

Teil 1

Kapitalmarktrecht

I. Grundlagen des Kapitalmarkts	1
II. Öffentliches Angebot -Prospektrecht	13
III. Börse	28
IV. Digitale Innovationen am Finanzmarkt: DLT-Finanzinstrumente und „Märkte für Kryptowerte“	38

Literatur: *Aburumieh/Hoppel*, Das kleine Einmaleins der Gesellschafterfinanzierung (Teil I und II), RdW 2020, 739, 830; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht¹³ (2023); *Kalss*, Anlegerinteressen (2001); *Kalss*, Kapitalmarktrecht, in Holoubek/Potacs, Öffentliches Wirtschaftsrecht, Band II⁴ (2019) 1; *Kalss*, Anlegeransprüche – Kapitalmarktrechtliche und prozessuale Fragen, Gutachten I zu den Verhandlungen des 19. ÖJT (2015) 1; *Kalss*, Gesellschaftsrechtliche Regelungen zum Eigenkapital und Fremdkapital, in Insolvenz-Forum 2011, 185; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015); *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht⁵ (2022); *Oppitz*, Kapitalmarktaufsicht (2017); *Poelzig*, Kapitalmarktrecht³ (2023); *Veil*, Europäisches und Deutsches Kapitalmarktrecht³ (2022); *Veil*, Der EU Listing Act, ZFR 2023, 161; *Wilfling*, Praxishandbuch Börserecht² (2019).

I. Grundlagen des Kapitalmarkts

1. Kapitalmarkt – Begriff und Aufgabe

Der Kapitalmarkt ist der **Schlüsselmarkt** für die gesamte Wirtschaft. Er nimmt eine zentrale Stellung für die effiziente Versorgung der Marktteilnehmer mit Kapital (Finanzierung) und somit für die Wirtschaft insgesamt ein. Der Kapitalmarkt verknüpft das Angebot mit der Nachfrage von Kapital (Geld oder sonstige Sachmittel). Er **verbindet** somit die **Investoren** oder **Anleger**, die über Geld verfügen, mit den kapitalsuchenden **Unternehmen**. Die kapitalsuchenden Unternehmen, die für das investierte Geld Aktien, Anleihen oder andere Kapitalanlagen (zB Kommanditanteile, Pfandbriefe) ausgeben (= emittieren), nennt man **Emittenten**. Der Kapitalmarkt umfasst die Gesamtheit der Institutionen und Transaktionen, durch die längerfristige Finanzierungsmittel bestimmten Unternehmen zur Bildung von Sachkapital direkt zugeführt oder vermittelt werden.¹ Der Kapitalmarkt hat daher eine zentrale Aufgabe für die Finanzierung der Unternehmen.

Kapitalmarktrecht hat den wirtschaftlichen Tatbestand zum Gegenstand, der sich mit der Versorgung von Unternehmen mit Eigen- und längerfristigem Fremdkapital beschäftigt, ohne nach der Rechtsform der beteiligten Unternehmen oder nach der spezifischen vertraglichen oder gesellschaftsrechtlichen Art des Finanzierungsinstruments und der Art der Finanzierungstechnik zu unterscheiden.

Der wesentliche Regelungsgegenstand des Kapitalmarktrechts sind die **Kapitalanlagen**. Diese beruhen auf schuldrechtlichen oder auf gesellschaftsrechtlichen Vereinbarungen und Rechtsgrundlagen. Ihre Ausgestaltung reicht von der leihweisen

¹ *Oppitz*, Kapitalmarktaufsicht (2017) 1; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) Rz 1/1.

Überlassung von Geld gegen Entgelt (Anleihe), der Zusammenfassung von Miteigentumsanteilen in einem Sondervermögen (Investmentzertifikate, Kapitalanteilschein) über gesellschaftsrechtliche Beteiligungsverhältnisse (Aktien, Kommanditbeteiligungen) bis zu unterschiedlichen Hybridformen (Wandelschuldverschreibung, Genussrechte).

Das Kapitalmarktrecht unterscheidet traditionell zwischen Wertpapieren und Veranlagungen. **Wertpapiere**² sind handelbar und setzen daher idR die Verbriefung des Rechts in einem Verkehrspapier voraus, damit die jederzeitige Veräußerbarkeit gewährleistet ist (sog Fungibilität). Darunter fallen etwa Aktien und Anleihen. Verbriefung bedeutet, dass ein Recht, etwa eine Forderung (Anleihe) oder eine Mitgliedschaft (Akte) durch die Verknüpfung mit einer Urkunde klar sichtbar und damit „verbrieft“ wird. Verkehrspapiere (Inhaber- und Orderpapiere) werden nach besonderen Regeln übertragen, die ihre Verkehrsfähigkeit erhöhen. Der Nachweis des Rechts und dessen Übertragung und Durchsetzbarkeit sind an die Innehabung oder Berechtigung am Papier gebunden. **Veranlagungen** hingegen sind sonstige Kapitalanlagen, die gerade nicht verbrieft sind, dh etwa Kommanditbeteiligungen, stille Beteiligungen und Genussrechte. Sie genießen nicht die Vorzüge eines Wertpapiers mit der einfachen Übertragbarkeit, des Nachweises und der Durchsetzung. Heute knüpfen viele kapitalmarktrechtliche Regelungen am breiteren Begriff des „**Finanzinstruments**“³ an. Darunter fallen Wertpapiere, aber auch bestimmte andere Kapitalanlagen wie Optionen oder Futures.⁴

Finanzinstrumente bzw Kapitalanlagen sind – als unkörperliche und in die Zukunft gerichtete Sachen – **Vertrauensgüter**. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass der Anleger oder die Anlegerin in Vorleistung tritt: Er hat sein Investment sofort zu tätigen, somit den Geldbetrag zu bezahlen, ohne dass er die Gegenleistung, nämlich die Kapitalanlage, sofort überprüfen kann. Die Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung ist somit erst in der Zukunft feststellbar. Zwar lassen sich bestimmte Kriterien schon vor dem Kauf aufgrund gesetzlicher Informationspflichten klären, der tatsächliche Erfolg oder Misserfolg der Kapitalanlage und des Investments lässt sich aber nur nach längerer Zeit feststellen. Zudem hängt der Erfolg oder Misserfolg im Regelfall von zahlreichen Umständen, wie der allgemeinen Marktentwicklung, der Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens, der guten Unternehmensführung etc, ab.⁵

² Die meisten kapitalmarktrechtlichen Regelungen beziehen sich streng genommen auf den Begriff der „übertragbaren Wertpapiere“ (Art 4 Abs 1 Z 44 RL 2014/65/EU), der nicht mit dem Wertpapier im privatrechtlichen Sinn deckungsgleich ist. Der Begriff ist einerseits weiter, weil übertragbare Wertpapiere nicht zwingend in einer physischen Urkunde verbrieft sein müssen. Entscheidend ist die Handelbarkeit. Zugleich ist er enger, weil nur die in Art 4 Abs 1 Z 44 lit a – c RL 2014/65/EU genannten Wertpapiere darunterfallen.

³ Art 4 Abs 1 Z 15 RL 2014/65/EU.

⁴ Das Kapitalmarktrecht regelt Instrumente, die praktisch am Markt vorzufinden sind. Deshalb muss es seine Begriffe immer wieder anpassen und verbreitern. Siehe Teil 1 Punkt IV.

⁵ *Kalss*, Anlegerinteressen 164; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts⁵ (2012) 537 ff.

***Beispiel:** Der Anleger Anton erwirbt 1000 Stück Aktien der Tonno AG zum Preis von 10,60 EUR pro Stück, weil die Kapitalmarktanalysten der Tonno-Aktie aufgrund der anstehenden Expansion der AG einen großen Aufschwung prophezeit hatten. Einige Monate später stellt sich heraus, dass die geplante Expansion der Tonno AG wegen plötzlich geänderter Marktverhältnisse (neuer Wettbewerber; Lieferschwierigkeiten von Zulieferern) scheitert und der Preis der Aktie drastisch fällt. Der Kurs der Aktie sinkt auf 6,60 EUR pro Stück.*

Es zeigt sich somit, dass Kapitalanlagen als Handelsgut und Vertrauensgut schlicht diskontierte Hoffnungen und abgezinste Geldversprechen sind. Durch die Abzinsung oder Diskontierung wird ein Vergleich des Werts des Kapitals zu verschiedenen Zeitpunkten möglich; dh wie viel mehr aufgewendet werden muss, um den gleichen Betrag in Zukunft zu erhalten. Am Kapitalmarkt werden somit gerade keine leicht fassbaren und prüfbaren (angreifbaren) Objekte angeboten.

Ein weiterer wichtiger Faktor ist, dass kapitalmarktrechtliche Rechtsbeziehungen durch ein hohes Maß an **Informationsasymmetrie** gekennzeichnet sind. Informationsasymmetrie bezeichnet eine ungleiche Verteilung von Informationen und Know-how. Es gibt Marktteilnehmer, die besser informiert sind als andere. Dazu zählen etwa der Emittent selbst, Börseteilnehmer, Kreditinstitute, Analysten, Ratingagenturen etc. Die schlechter Informierten, somit die (Klein-)Anleger, wissen dies auch. Es handelt sich somit um eine offene Informationsasymmetrie, die auf den Aufbau des Kapitalmarkts und auf die ökonomischen Besonderheiten der Güter des Kapitalmarkts zurückzuführen ist. Zahlreiche Regelungen des Kapitalmarktrechts zielen gerade auf den Abbau dieser Informationsasymmetrie, wie etwa die Prospektpflicht, die Jahresfinanzberichterstattung, die Ad-hoc-Publizität.

2. Gesellschaftsformen – Kapitalaufbringung und Desinvestition

Das **Gesellschaftsrecht** ist das Recht der Gesellschaften, somit von auf Vertrag beruhenden Rechtsgemeinschaften von zwei oder mehreren Personen, die einen gemeinsamen Zweck durch gemeinsame Tätigkeit verfolgen.⁶ Gesellschaftsrecht zielt jeweils auf eine bestimmte Gesellschaft, somit auf einen bestimmten Typ des Zusammenschlusses von Personen. Für die unterschiedlichen Gesellschaftsformen (AG, GmbH, KG, OG, GesbR, etc) bestehen jeweils eigenständige und gesonderte Regelungen. Bei der Begebung von Kapitalanlagen wird zwischen gesellschaftsrechtlichen und vertragsrechtlichen Gestaltungen unterschieden, für die jeweils Besonderheiten normiert sind (zB Organisation, Zuständigkeiten, Vertretung, Kapitalerhaltung, Haftung). **Kapitalmarktrecht** ist hingegen rechtsformübergreifend gestaltet und hat vor allem die Sicherung der erstmaligen Ausgabe und der nachfolgenden Übertragung von Kapitalanlagen zum Gegenstand, **unabhängig von der Rechtsform**.

***Beispiel:** Die Tonno-Aktie als Kapitalanlage vermittelt nicht bloß einen Anteil am Grundkapital der Tonno-AG, sondern auch die Mitgliedschaft als Aktionär oder Aktionärin in der Orga-*

⁶ Im Kapitalgesellschaftsrecht sind die Gesellschaften mittlerweile so weit verselbständigt, dass auch die Errichtung einer Gesellschaft durch lediglich eine Person möglich ist.

nisation der Gesellschaft. Die Rechte und Pflichten richten sich nach dem Gesellschaftsrecht. Ob neue Aktien ausgegeben werden, ist idR eine Entscheidung der Eigentümer (Aktionäre). Begibt die Tonno-AG eine Anleihe, vermittelt diese ein bloßes Gläubigerrecht auf Rückzahlung eines Geldbetrags samt Zinsen. Die Rechte und Pflichten ergeben sich aus vertragsrechtlichen Bedingungen (Anleihebedingungen), die von der emittierenden Gesellschaft erstellt werden und die nicht gesellschaftsrechtlich vordeterminiert sind. Die Entscheidung obliegt idR der Verwaltung.

Werden die Tonno-Aktien und die Tonno-Anleihen öffentlich zum Kauf angeboten, ist dagegen nach den Regeln des Kapitalmarktrechts in beiden Fällen ein Kapitalmarktprospekt zu erstellen.

Gerade im Bereich der Finanzverfassung, dh der Ausstattung und Finanzierung der jeweiligen Gesellschaften, gehen die gesellschaftsrechtlichen Regelungen in kapitalmarktrechtliche Regelungen über. Für den **Vorgang der Finanzierung** und Sicherstellung der **Kapitalausstattung** durch einzelne Gesellschafter und Geldgeber finden sich parallele Regelungen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Die Regelungen müssen daher aufeinander abgestimmt sein. Dies zeigt sich insbesondere bei einer Kapitalerhöhung börsennotierter Gesellschaften und der Ausgabe von Aktien sowie von Wandelschuldverschreibungen oder Genussrechten.

Gesellschaften lassen sich in typische Unternahmergesellschaften (Entrepreneurgesellschaften) und in Anlegergesellschaften unterscheiden. Auf der einen Seite finden sich – in idealtypischer Weise – OG und GmbH mit einer starken Macht- und Einflussstellung des einzelnen Gesellschafters, zumal er auch hohes Risiko trägt. Auf der anderen Seite stehen die Aktiengesellschaft und KG, die funktional als sog. „**Kapitalsammelstellen**“ konzipiert sind. Um unternehmerische Vorhaben mit hohem Kapitaleinsatz umsetzen zu können, dienen sie dazu, Kapital von einer Vielzahl von Personen zu sammeln, zusammenzuführen und für die Gesellschaft **dauerhaft verfügbar** zu halten, **ohne** den einzelnen Geldgeber aber zu sehr an das unternehmerische Vorhaben zu **binden**. Daher sind diese Gesellschaftsformen gesellschaftsrechtlich darauf gerichtet, einfach Kapital aufzubringen und zu erhalten. Zugleich geben sie aber den einzelnen Geldgebern die Möglichkeit, ihr zur Verfügung gestelltes Geld zurückzuerhalten, die Kapitalanlage zu verkaufen und somit zu desinvestieren, ohne das unternehmerische Vorhaben zu stören oder zu beeinträchtigen. Es findet somit eine Fristentransformation statt: Das Kapital soll der Gesellschaft dauerhaft zur Verfügung stehen, der einzelne Geldgeber soll sein Kapital aber nicht langfristig binden, sondern kurzfristig abziehen können. Genau für diesen Zweck müssen nicht nur die Gesellschaftsformen danach ausgerichtet sein, sondern auch das Marktumfeld. Neben den wirtschaftlichen und sozioökonomischen Rahmenbedingungen muss auch ein sicherer rechtlicher Rahmen für die erstmalige Ausgabe sowie in der Folge für die Wieder- und die Weiterübertragung, dh den Handel der Kapitalanlagen möglich sein.

3. Kapitalmarktrecht

Das Kapitalmarktrecht zielt darauf, die Voraussetzungen und Rahmenbedingungen für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt zu schaffen.⁷ Kapitalmarktrecht dient dazu, den Rechtsrahmen für die langfristige Zurverfügungstellung von Eigenkapital und Fremdkapital für kapitalnachfragende Unternehmen, somit Emittenten, sicherzustellen.

Da die Finanzierung und die **Aufbringung** von **Kapital** ebenso wenig wie der **nachfolgende Handel** mit Finanzmitteln auf die nationale Wirtschaft beschränkt ist, ist das Kapitalmarktrecht – deutlich stärker als das Gesellschaftsrecht – **europarechtlich** und damit grenzüberschreitend geprägt. Die Verwirklichung der Marktfreiheiten ist ein wesentliches Ziel der europäischen Gemeinschaft. Ein wesentlicher Baustein dafür liegt darin, die Funktionsfähigkeit der nationalen Kapitalmärkte durch Integration und einen gemeinsamen Markt zu fördern.⁸ Die EU entwickelt sich nunmehr in Richtung einer Kapitalmarktunion, die die nationale Fragmentierung noch deutlich weiter beseitigen soll. Ein maßgeblicher Schritt dazu ist der EU-Listing-Act, der am 7.12.2022 vorgestellt wurde. Diese Reform zielt darauf, die EU-Wertpapiermärkte attraktiver zu gestalten. So sollen das Prospektrecht und das Marktmissbrauchsrecht neu ausgerichtet werden.⁹

Das Kapitalmarktrecht ist eine **Querschnittsmaterie** und durch eine enge Verzahnung von öffentlich-rechtlichen Normen (marktrechtliche Regelungen)¹⁰ und privatrechtlichen Bestimmungen gekennzeichnet. Daraus erklärt sich auch, dass Kapitalmarktrecht weitgehend zwingendes Recht ist und nur im beschränkten Rahmen vertraglicher Gestaltung zugänglich ist. Das Kapitalmarktrecht zeichnet sich durch das Zusammenspiel europarechtlicher und nationaler Bestimmungen aus. Dieses Zusammenspiel führt insgesamt zu einer komplexen Gemengelage von europarechtlichen und nationalen Rechtsnormen auf unterschiedlicher Ebene. Auf europäischer Ebene sind Rahmenrechtsakte, dh EU-Richtlinien (zB MiFID II, Transparenz-RL) sowie EU-Verordnungen (zB Prospekt-VO, Marktmissbrauchs-VO, MiCAR) und delegierte Rechtsakte zu unterscheiden, die von Empfehlungen und Leitlinien begleitet werden. Auf nationaler Ebene finden sich Gesetze (Kapitalmarktgesetz – KMG 2019, Börsegesetz – BörseG 2018, Wertpapieraufsichtsgesetz – WAG 2018, Wertpapierfirmengesetz – WPFGE) und Verordnungen des zuständigen Bundesministers sowie Verordnungen der Finanzmarktaufsicht (FMA). Hinzutreten Leitfäden, Q&A (Questions and Answers) und Rundschreiben, die Auslegungen der jeweils zuständigen nationalen und internationalen Behörden sind, aber für die praktische Tätigkeit äußerst große Bedeutung haben. Für den Rechtsanwender bedeutet dies, dass sowohl europäische Normen, wie

⁷ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² Rz 1/9 f; *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht³ (2022) § 2 Rz 3.

⁸ *Kalss* in *Holoubek/Potacs*, Öffentliches Wirtschaftsrecht II⁴ (2019) 3; *Zetsche/Eckner* in *Gebauer/Teichmann*, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht (2016) § 7 Rz 11 ff; *Weber*, Kapitalmarktrecht (1999) 103 ff.

⁹ *Veil*, Der EU Listing Act, ZFR, 161.

¹⁰ Vgl *Oppitz*, Der unions- und verfassungsrechtliche Rahmen aufsichtsbehördlichen Handelns, in *Rüffler/N Raschauer* (Hrsg), Reform der Finanzmarktaufsicht (2018) 1 ff.

auch nationale Normen parallel anzuwenden sind. Bis vor wenigen Jahren wurden die meisten Kapitalmarktregelungen auf europäischer Ebene als Richtlinien erlassen und waren von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umzusetzen. Seit einigen Jahren dominiert die Verordnung als Regelungsinstrument das europäische Kapitalmarktrecht. Somit soll für den gesamten europäischen Wirtschaftsraum ein möglichst einheitliches Kapitalmarktrecht gelten.

Das Normsetzungsverfahren auf europäischer Ebene

Stufe 1	Rahmenrechtsakte des Parlamentes und des Rates (Art 294 ff AEUV)	
Stufe 2	Delegierte Rechtsakte der Kommission (Art 290 AEUV)	Technische Regulierungsstandards (Art 290 AEUV; Art 10 ESMA-VO)
	Durchführungsrechtsakte der Kommission (Art 291 AEUV)	Technische Durchführungsstandards (Art 291 AEUV; Art 15 ESMA-VO)
Stufe 3	Empfehlungen und Leitlinien der ESMA (Art 16 ESMA-VO)	
Stufe 4	Kontrolle der Mitgliedstaaten durch die ESMA (Art 17 ESMA-VO)	

Quelle: angelehnt an *Walla* in *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht³ § 4 Rz 36

4. Kapitalmarktaufsicht

Um die Einhaltung der zwingenden kapitalmarktrechtlichen Regelungen tatsächlich sicherzustellen, dh die Effektivität der kapitalmarktrechtlichen Regelungen zu gewährleisten, ist eine **eigenständige, weisungsfreie Aufsichtsbehörde** eingerichtet, die die Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Regelungen überwacht. Die **Finanzmarktaufsicht (FMA)** ist eine Anstalt öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit (§ 1 Abs 1 FMABG) und als sogenannte „Allfinanzaufsicht“ konzipiert. Dies bedeutet, dass sie für – fast – alle kapitalmarktrechtlichen Belange zuständig ist. Sie überwacht die Emittenten, die den Kapitalmarkt zur Finanzierung ihrer Unternehmen in Anspruch nehmen, ebenso wie Dienstleister, die ihre spezifischen Dienstleistungen wie etwa Wertpapiervermittlung, Wertpapierverwahrung (Depotgeschäft), Emissionsbegleitung,