

DANIEL MATTIG

Gleichbehandlung
im europäischen
Kapitalmarktrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

65



Daniel Mattig

Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht

Mohr Siebeck

Daniel Mattig, geboren 1989; Studium der Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School, Hamburg und an der Stanford Law School, USA; wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Öffentliches Recht, Verwaltungswissenschaft und Rechtsvergleichung an der Bucerius Law School; 2018 Promotion; bis 2019 Referendariat am Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg mit Stationen in Hamburg, Berlin und Hongkong.
orcid.org/0000-0001-7995-8390

ISBN 978-3-16-156704-9 / eISBN 978-3-16-156705-6

DOI 10.1628/978-3-16-156705-6

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2019 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

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

Das Buch wurde von epline in Böblingen aus der Times Antiqua gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die Bucerus Law School, Hochschule für Rechtswissenschaft, hat meine Untersuchung im Herbsttrimester 2017 als Dissertation angenommen. Die nach der Abgabe eingetretenen Änderungen der Rechtslage, Literatur und Rechtsprechung konnten größtenteils bis einschließlich September 2018 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hermann Pünder, LL.M. (Iowa), der mir in wissenschaftlicher, sprachlicher und persönlicher Hinsicht Lehrer und Vorbild ist. Ohne seine Offenheit, leitende Kritik und Geduld wäre es mir nicht möglich gewesen, diese Arbeit zu erstellen. Ihm und der bereichernden Zeit an seinem Lehrstuhl verdanke ich mehr als ich in diesem Rahmen auszudrücken vermag.

Darüber hinaus danke ich Herrn Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer sehr für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und seine wertvollen Anmerkungen. Ganz besonders freue ich mich darüber, dass er und die beiden weiteren Herausgeber, Herr Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Karsten Schmidt und Herr Prof. Dr. Rüdiger Veil, meine Untersuchung in die Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht aufgenommen haben. Bei Herrn Prof. Veil bedanke ich mich zudem dafür, dass ich in den kapitalmarktrechtlichen Gesprächskreisen an seinem Lehrstuhl mitdiskutieren durfte. Ferner danke ich der Konrad-Adenauer-Stiftung für die – vor allem auch ideelle – Promotionsförderung.

Überaus dankbar bin ich für die Freundschaft zu Dr. Gerrit Bulgrin, Jan Jacob Olderog und Leonid Sagalov, mit denen ich diese nahezu vier Jahre verbringen durfte. Mein besonderer Dank gilt dabei Dr. Bulgrin für die zahlreichen inspirierenden und offenen Diskussionen. Ebenso danke ich meinen Lehrstuhlkolleginnen und -kollegen, Dr. Gabriele Buchholtz, Dr. Anika Klafki, Dr. Rabea Kjellson, Dr. Lars Burshille sowie Dr. Jens Gerlach, mit denen ich mich nicht minder intensiv austauschen durfte. Im Übrigen ist es kaum möglich, all diejenigen aufzuzählen, die als Freunde und Kommilitonen durch Diskussionen, gemeinsame Kaffeepausen und Anregungen zu dieser Arbeit beigetragen haben. Ihnen allen gilt gleichermaßen mein Dank.

Schließlich gilt mein tiefster und herzlichster Dank meiner Familie. Meine lieben Eltern, Dr. Susanne und Dipl. Ing. Bernd Mattig, haben mir nicht nur die Ausbildung an der Bucerus Law School ermöglicht, sondern mich auf meinen Wegen fortwährend begleitet und gefördert. In gleicher Weise bedanke ich

mich bei meinen herzlichen Großeltern, auf deren Vertrauen und Rückhalt ich von Kindheit an bauen darf. Meiner Partnerin, Anna Hartzsch, danke ich von Herzen für ihre liebevolle Unterstützung. Sie hat mich stets ermutigt und meine Sorgen mitgetragen sowie mir in zahlreichen Gesprächen dabei geholfen, meine Gedanken zu sortieren. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Hongkong, im März 2019

Daniel Mattig

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Einführung	1
<i>1. Abschnitt: Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht im Nachgang zur weltweiten Finanzkrise</i>	1
<i>2. Abschnitt: Aufgabenstellung</i>	5
<i>3. Abschnitt: Gang der Untersuchung</i>	7
1. Teil: Grundlagen	9
<i>1. Abschnitt: Der Forschungsgegenstand</i>	9
<i>2. Abschnitt: Die Grundstruktur des Handels am Sekundärmarkt</i>	24
<i>3. Abschnitt: Die Gleichheitsnormen</i>	47
2. Teil: Gleichheitsnormen als Steuerungsinstrumente des Kapitalmarktrechts	69
<i>1. Abschnitt: Die Kapitalanlage als Ordnungsaufgabe</i>	69
<i>2. Abschnitt: Gleichheitsnormen im Wettbewerb am Kapitalmarkt</i>	75
<i>3. Abschnitt: Zum Spannungsfeld von Freiheit und Gleichheit im Wettbewerb</i>	84
<i>4. Abschnitt: Zusammenführung der Ergebnisse</i>	107
3. Teil: Bestandsaufnahme der Gleichheitsnormen im europäischen Kapitalmarktrecht	111
<i>1. Abschnitt: Vorüberlegungen</i>	111

<i>2. Abschnitt: Der Zugang der Intermediäre zu den Ebenen des Wettbewerbs</i>	115
<i>3. Abschnitt: Der Zugang der Anleger und Intermediäre zu marktbezogenen Daten und Informationen</i>	183
<i>4. Abschnitt: Die Ausführung der Wertpapiertransaktionen durch die Intermediäre</i>	301
4. Teil: Ableitung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes im Kapitalmarktrecht	327
<i>1. Abschnitt: Methodische Vorüberlegungen</i>	327
<i>2. Abschnitt: Inhaltliche Konkretisierung</i>	330
<i>3. Abschnitt: Deduktive Absicherung des Grundsatzes</i>	353
<i>4. Abschnitt: Der Grundsatz in der Bewährung</i>	355
<i>5. Abschnitt: Formulierung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes</i>	375
5. Teil: Gesamtergebnis in Thesen	377
Anhang	383
<i>Gleichheitnormen im Hinblick auf den Marktzugang</i>	384
<i>Gleichheitnormen im Hinblick auf den Informationszugang</i>	388
<i>Verzeichnis der untersuchten Sekundärrechtsakte</i>	392
Literaturverzeichnis	399
Sachverzeichnis	433

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Einführung	1
<i>1. Abschnitt: Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht im Nachgang zur weltweiten Finanzkrise</i>	1
<i>2. Abschnitt: Aufgabenstellung</i>	5
<i>3. Abschnitt: Gang der Untersuchung</i>	7
1. Teil: Grundlagen	9
<i>1. Abschnitt: Der Forschungsgegenstand</i>	9
A. Eingrenzung	9
I. Eingrenzung auf das Unionsrecht	9
II. Eingrenzung auf den Wertpapierhandel	13
III. Eingrenzung auf den regulierten Sekundärmarkt	15
B. Abgrenzung	17
I. Abgrenzung vom Übernahmerecht	17
II. Abgrenzung vom marktbezogenen Verbandsrecht	18
C. Die zu untersuchenden Rechtsakte	18
I. Zur Marktorganisation	19
II. Zur Verhaltens- und Informationsordnung	20
1. Marktmissbrauchsverordnung	20
2. Prospektverordnung	21
3. Transparenzrichtlinie	21
4. Ratingverordnung	21
5. Benchmarkverordnung	22
<i>2. Abschnitt: Die Grundstruktur des Handels am Sekundärmarkt</i>	24
A. Die Ausführungsplätze	24

I.	Die Handelsplätze	25
1.	Geregelter Markt	25
a.	Grundtyp der multilateralen Handelsplätze	25
b.	Deutscher Organisationsdualismus	26
2.	Multilaterales Handelssystem	27
a.	Konkurrenzplattform für die geregelten Märkte	27
b.	Deutsche Besonderheiten	29
3.	Organisiertes Handelssystem	30
II.	Die systematische Internalisierung	32
B.	Die Wertpapiere	34
C.	Die Marktakteure	35
I.	Die Anleger	36
II.	Die Intermediäre	37
1.	Intermediation zur Anlageentscheidung	39
a.	Handelsdaten	39
b.	Emittentenbezogene Informationen	40
c.	Konsolidierte Informationen	40
d.	Zwischenergebnis	42
2.	Intermediation zur Handelsausführung	42
a.	Systematische Internalisierung	42
b.	Multilaterale Handelsplätze	42
c.	Zwischenergebnis	47
	<i>3. Abschnitt: Die Gleichheitsnormen</i>	47
A.	Zum Begriff der Gleichheit	47
I.	Gleichheit als bestehende Gemeinsamkeiten	47
1.	Chancen- und Erfolgsgleichheit	48
2.	Rechtliche und faktische Gleichheit	49
3.	Formale und materielle Gleichheit	50
II.	Gleichheit als Forderung	50
III.	Zwischenergebnis	50
B.	Die Typologie der Gleichheitsnormen	51
I.	Gleichbehandlungspflichten	52
II.	Diskriminierungsverbote	52
III.	Förderungsgebote	53
C.	Das Einheitsmodell	54
I.	Tatbestand	54
1.	Anwendungsbereich	54
2.	Ungleichbehandlung	55
a.	Behandlung	55
b.	Auswahl der Vergleichsperson und Gleichheitsurteil	55
c.	Benachteiligung	56
3.	Rechtfertigung	56
a.	Ausübung von Freiheitsrechten	57

b. Sachlichkeitsgebote	60
c. Negative Diskriminierungsverbote	62
d. Positive Unterscheidungsgründe	63
e. Förderungsgebote	63
f. Ausschluss der Rechtfertigung	64
II. Rechtsfolge	64
1. Subjektiver Anspruch auf Gleichbehandlung	65
2. Objektive Gleichbehandlungspflicht	66
3. Wahlrecht des Verpflichteten, die Benachteiligung einzustellen	66
4. Nichtigkeit einer rechtlichen Ungleichbehandlung	67
III. Zwischenergebnis	67
2. Teil: Gleichheitsnormen als Steuerungsinstrumente des Kapitalmarktrechts	69
<i>1. Abschnitt: Die Kapitalanlage als Ordnungsaufgabe</i>	69
A. Die Gleichheitsnorm als klassisches Instrument hoheitlicher Steuerung ...	71
B. Das Recht zur Unterscheidung als Steuerungsinstrument im gleichgeordneten Wettbewerb	72
<i>2. Abschnitt: Gleichheitsnormen im Wettbewerb am Kapitalmarkt</i>	75
A. Der Wettbewerb als Regelungsziel	76
B. Der Wettbewerbsbegriff der Ökonomie	79
C. Die Wirkungsweise von Gleichheitsnormen im Wettbewerb	81
D. Abgrenzung zur Neutralitätspflicht	83
<i>3. Abschnitt: Zum Spannungsfeld von Freiheit und Gleichheit im Wettbewerb</i>	84
A. Die Forderung des europäischen Gesetzgebers nach Gleichheit im Wettbewerb	85
B. Der Schutz des dauerhaften Wettbewerbs in der Wettbewerbsverfassung ..	89
C. Die Individualinteressen des Diskriminierten im privaten Wettbewerb ...	91
I. Der unionsgrundrechtliche Schutz von Erfolg und Erfolgchancen im Wettbewerb	92
1. Die Rechtsprechung des EuGH – insbesondere das Urteil „Sky Österreich“	95
2. Die primärrechtlichen Wettbewerbsregeln als Leitbild der unternehmerischen Freiheit	97
3. Die primärrechtlichen Wettbewerbsregeln als Ausdruck von Schutzpflichten der unternehmerischen Freiheit	98
4. Zwischenergebnis	100
II. Die Drittwirkung der Gleichheitsrechte im Wettbewerb	101

1. Zur Drittwirkung des allgemeinen Gleichbehandlungsgebotes aus Art. 20 GrCh	101
a. Unmittelbare Drittwirkung von Art. 20 GrCh	102
b. Mittelbare Drittwirkung von Art. 20 GrCh	103
2. Zur Drittwirkung der Grundfreiheiten aus Art. 49, 56, 63 AEUV ...	105
<i>4. Abschnitt: Zusammenführung der Ergebnisse</i>	107
3. Teil: Bestandsaufnahme der Gleichheitsnormen im europäischen Kapitalmarktrecht	111
<i>1. Abschnitt: Vorüberlegungen</i>	111
A. Zum methodischen Umgang mit den ökonomischen Theorien	111
B. Zur Struktur der Bestandsaufnahme	113
<i>2. Abschnitt: Der Zugang der Intermediäre zu den Ebenen des Wettbewerbs</i>	115
A. Zur ökonomischen Forderung nach gleichem Wettbewerbszugang	116
I. Wettbewerb im Spannungsfeld zwischen niedrigen Transaktionskosten und natürlichem Monopol	117
II. Die Grundlagen der neoklassischen Preistheorie	120
1. Die Modellannahmen und ihre kritische Würdigung	121
2. Der vollkommene Wettbewerb im Polypol	122
3. Die Wohlfahrtsverluste im Monopol	122
III. Die Theorie der angreifbaren Märkte	123
IV. Schlussfolgerungen für die Bestandsaufnahme	124
B. Der Zugang zum Sekundärmarkt insgesamt	125
I. Zum Maßstab der Untersuchung	126
II. Die normimmanente Rechtsanwendungsgleichheit der Zulassungspflichten	127
1. Der Betrieb der Ausführungsplätze	128
2. Die ausführungsbezogene Intermediation durch zentrale Gegenparteien	130
3. Die anlagebezogene Intermediation	131
a. Veröffentlichung von Nachhandelsdaten der Ausführungsplätze	131
b. Bekanntgabe von Ratings	132
c. Bereitstellung von Benchmarks	133
d. Erstellung von Finanzanalysen	134
e. Anlageberatung	135
4. Zwischenergebnis	135
III. Allgemeine unionsrechtliche und nationale Gleichheitsnormen	136
1. Allgemeine Gleichbehandlungspflichten Art. 20 GrCh, Art. 3 Abs. 1 GG	136

a.	Unionsgrundrechtliche Gleichbehandlungspflicht, Art. 20 GrCh	137
b.	Grundrechtliche Gleichbehandlungspflicht, Art. 3 Abs. 1 GG	139
2.	Diskriminierungsverbote der Grundfreiheiten, Art. 49, 56, 63 AEUV	140
3.	Zwischenergebnis	143
IV.	Kapitalmarktrechtliche Diskriminierungsverbote	143
1.	Zugunsten Betreiber geregelter Märkte	144
2.	Zugunsten zentraler Gegenparteien	145
V.	Zwischenergebnis	145
C.	Der Zugang zu den Handelsplätzen	146
I.	Für Emittenten und ihre Wertpapiere	147
1.	Wertpapierzulassung zum geregelten Markt	147
2.	Wertpapierzulassung zum multilateralen und organisierten Handelssystem	149
II.	Für Teilnehmer	151
1.	Zugang zu geregelten Märkten und multilateralen Handelssystemen	152
2.	Zugang zu organisierten Handelssystemen	153
3.	Gerechte und diskriminierungsfreie Gebührenstrukturen	154
4.	Zwischenergebnis	155
III.	Für zentrale Gegenparteien	155
1.	Verweigerung durch die Handelsplatzbetreiber	157
2.	Gewährung durch die Behörden	159
3.	Ausgestaltung der Beziehung zu den Handelsplätzen	159
4.	Zwischenergebnis	160
IV.	Sonderfall: Der Zugang zu den Handelsplätzen in Deutschland	161
D.	Der Zugang zur zentralen Gegenpartei	162
I.	Für Handelsplatzbetreiber	163
1.	Verweigerung durch die zentralen Gegenparteien	164
2.	Gewährung durch die Behörden	165
3.	Ausgestaltung der Zugangsbedingungen	165
4.	Zwischenergebnis	166
II.	Für Teilnehmer	167
1.	Zulassung nach der Marktinfrastrukturverordnung	167
2.	Grenzüberschreitender Zugang von Wertpapierfirmen	169
3.	Ausgestaltung der Clearing-Gebühren	170
4.	Zwischenergebnis	171
E.	Der Zugang zum systematischen Internalisierer	171
I.	Für Emittenten und ihre Wertpapiere	172
II.	Für Kunden	172
III.	Zwischenergebnis	173
F.	Zusammenführung der Ergebnisse	174
I.	Die drei Wettbewerbsebenen des Sekundärmarktes	174
II.	Das ökonomische Leitbild des gleichen Wettbewerbszugangs	174
III.	Die umfassende gleichheitsrechtliche Zugangsgewährung	175
IV.	Die dogmatische Struktur der zugangsbezogenen Gleichheitsnormen	176

1. Die Gleichheitsverpflichteten	176
2. Die Rechtfertigungsmöglichkeiten	177
a. Sachlichkeitsgebote	177
b. Positive Unterscheidungsgründe	178
c. Diskriminierungsverbote	179
d. Abwägungsfähige Interessen	180
aa. Das öffentliche Interesse am funktionsfähigen Wettbewerb	180
bb. Das private Verweigerungs- und Ausgestaltungsinteresse	181
cc. Das private Zugangsinteresse	181
3. Die Rechtsfolgen	182
a. Zugangsgleichheit	182
b. Gebührengleichheit	182
4. Zwischenergebnis	183
<i>3. Abschnitt: Der Zugang der Anleger und Intermediäre zu marktbezogenen Daten und Informationen</i>	183
A. Zur ökonomischen Forderung nach kostengünstigen verlässlichen Informationen	184
I. Wertpapiere als Vertrauensgüter	185
II. Informationen als Ressourcen der allokativen Effizienz	186
1. Zum Informationsarbitragemodell	187
a. Informationshändler	187
b. Utilitätshändler	188
2. Zur ökonomischen Diskussion um das Anlegerleitbild	189
3. Zur rechtlichen Diskussion um das Anlegerleitbild	190
III. Informationen als Anlegerschutz- und Wettbewerbsinstrument	192
1. Schutz der Anleger und ihres Marktvertrauens	192
2. Wettbewerbsleitlinie des mündigen Anlegers	193
IV. Schussfolgerungen für die Bestandsaufnahme	194
B. Der Zugang zu den Handelsdaten	195
I. Veröffentlichung durch Handelsplatzbetreiber	196
1. Vorhandelstransparenz	196
2. Nachhandelstransparenz	197
3. Veröffentlichungsmodus	197
II. Veröffentlichung durch systematische Internalisierer	199
1. Eigene Kunden – Kursofferten	200
2. Übrige Marktteilnehmer – Marktdaten	202
III. Veröffentlichung durch genehmigte Veröffentlichungssysteme	202
IV. Veröffentlichung durch Bereitsteller konsolidierter Datenträger	204
V. Zwischenergebnis	205
C. Der Zugang zu den emittentenbezogenen Informationen	206
I. Prospektpublizität	206
1. Prospektinhalt	207
2. Veröffentlichung und informationelle Gleichbehandlung	209

3. Zwischenergebnis	211
II. Ad-hoc-Publizität und Insiderverbote	212
1. Unmittelbare Gleichbehandlung durch die Ad-hoc-Publizitätspflichten	215
a. Allgemeine Publizitätspflicht, Art. 17 Abs. 1 MAR	215
b. Publizitätspflicht nach Offenlegung, Art. 17 Abs. 8 MAR	219
2. Mittelbare Gleichbehandlung durch Insiderverbote	220
a. Nicht öffentlich bekannte Information	220
b. Ausnahmen vom Insidergeschäftsverbot	221
c. Ausnahmen vom Offenlegungsverbot	223
d. Ausnahmen von beiden Insiderverboten	225
aa. Ausnahmen für Rückkaufprogramme	226
bb. Ausnahmen für Stabilisierungsmaßnahmen	227
3. Zusammenführung der Ergebnisse	228
a. Die Anlageentscheidung im Verständnis der Marktmissbrauchsverordnung	229
b. Gleicher Zugang zu Daten, die ein verständiger Anleger als präzise und kursrelevant interpretiert	233
c. Zur Reichweite des Wettbewerbsprinzips in der Anlageentscheidung	234
d. These für die weitere Bestandsaufnahme	236
III. Bekanntgabe der Eigengeschäfte von Führungskräften	237
IV. Finanzberichterstattung und Beteiligungstransparenz	239
V. Informationelle Gleichbehandlung der Wertpapierinhaber	243
VI. Zusammenführung der Ergebnisse	245
1. Anwendungsbereiche	246
2. Gleichheitsverpflichtete	246
3. Einheitlicher Gleichheitsmaßstab und Rechtsfolge	247
a. Informationszugang für das unionsweite Anlegerpublikum	247
b. Aktive Informationspflicht für ausgewählte Anlegergruppen	249
4. Fortgang der Untersuchung	250
D. Der Zugang zu den Statistiken und Prognosen öffentlicher Stellen	250
E. Der Zugang zu den Ratings	252
I. Veröffentlichung von Issuer-Paid-Ratings	253
II. Veröffentlichung von Investor-Paid-Rating	253
1. Die analysierten Daten und Informationen	254
2. Der Adressatenkreis und der einhergehende Informationswert des Ratings	255
3. Systematische Kontrollüberlegungen	257
III. Zwischenergebnis	259
F. Der Zugang zu den Benchmarks	259
I. Allgemeine Vorgaben der Benchmark-Verordnung	259
II. Die Sondervorschriften für kritische Referenzwerte	261

III. Der Zugang für Handelsplätze und zentrale Gegenparteien	264
IV. Benchmarks als Insiderinformation	266
V. Zwischenergebnis	269
G. Der Zugang zu den Finanzanalysen	269
I. Finanzanalysen aufgrund von Insiderinformationen	270
II. Finanzanalysen an sich als Insiderinformationen	271
III. Zwischenergebnis	272
H. Der Zugang zur Anlageberatung	273
I. Der Zugang zur persönlichen Empfehlung Dritter	274
II. Informationelle Gleichbehandlung hinsichtlich der bloßen Empfehlung	275
III. Zwischenergebnis	279
I. Zusammenführung der Ergebnisse	279
I. Das ökonomische und normative Leitbild des gleichen Informationszugangs	279
II. Die umfassende gleichheitsrechtliche Zugangsgewährung	280
III. Die einheitliche Struktur des Informationszugangs	280
1. Die Gleichheitsverpflichteten	281
2. Die Gleichheitsbegünstigten	283
a. Der Informationszugang für das unionsweite Anlegerpublikum	283
b. Die Begünstigung einzelner Akteure	285
3. Der inhaltliche Gleichheitsmaßstab	286
a. Möglicherweise an sich kursrelevante Informationen – allgemeine Marktinformationen	286
b. Stets an sich kursrelevante Informationen	287
c. Individuell kursrelevante Informationen	287
d. Informationen, die den persönlichen Risikohorizont einbeziehen	288
4. Rekonstruktion der Rechtfertigungsgründe und Ausnahmen als Abwägung	288
a. Sachlichkeitsgebote als Rechtfertigungsgrund	288
b. Ausnahmen der Marktmissbrauchsverordnung	289
c. Abwägungsfähige Interessen	291
aa. Das Verweigerungsinteresse der anlagebezogenen Intermediäre	291
(1) Grundsatz	291
(2) Berechtigte Interessen des Emittenten	291
bb. Das informationelle Zugangsinteresse der Anleger und Intermediäre	294
cc. Die öffentlichen Interessen	296
(1) Wettbewerbsschutz am Sekundärmarkt	296
(2) Stabilität des Finanzsystems	297
d. Zwischenergebnis	300

<i>4. Abschnitt: Die Ausführung der Wertpapiertransaktionen durch die Intermediäre</i>	301
A. Die Auswahl des Ausführungsplatzes	301
I. Konflikte mit den Kunden um die Auswahl des Ausführungsplatzes ...	302
II. Konflikte zwischen den Kunden um die Auftragsausführung	303
III. Zwischenergebnis	304
B. Zur ökonomischen Forderung nach marktgetriebenen Wertpapierpreisen ..	304
I. Preisbildung im Dienste der allokativen Effizienz	305
II. Typologie der Handelsplattformen	306
III. Regulierte Preisbildung zur Stärkung des Anlegervertrauens	308
IV. Schlussfolgerungen für die Bestandsaufnahme	308
C. Der Geschäftsabschluss am Handelsplatz	309
I. Auftragsausführung durch den Handelsplatz	309
1. Geregelter Markt und multilaterales Handelssystem	310
a. Nichtdiskretionäre Ausführungsregeln	310
b. Umfassende Neutralitätsbindung	311
2. Organisiertes Handelssystem	312
a. Ermessen bei der Auftragsausführung	312
b. Neutralitätslockerung	313
II. Abwicklung durch die zentrale Gegenpartei	314
III. Zwischenergebnis	316
D. Der Geschäftsabschluss bei der systematischen Internalisierung	317
I. Beschränkung der Geschäfte mit einem Kunden	317
II. Beschränkung der Gesamtzahl der Geschäfte mit mehreren Kunden ...	320
III. Auswahl des Kunden	320
IV. Zwischenergebnis	321
E. Zusammenführung der Ergebnisse	322
I. Verschiebung zur Neutralität	322
1. Auswahl des Ausführungsplatzes	322
2. Geschäftsabschluss an den Handelsplätzen	322
II. Einsatz von Gleichheitsnormen zur Neutralitätssicherung	323
III. Geschäftsabschluss bei der systematischen Internalisierung	324
4. Teil: Ableitung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes im Kapitalmarktrecht	327
<i>1. Abschnitt: Methodische Vorüberlegungen</i>	327
A. Die Anforderungen des Europäischen Gerichtshofes	327
B. Die normative Grundlage der Induktion	329
<i>2. Abschnitt: Inhaltliche Konkretisierung</i>	330
A. Der Anwendungsbereich: Die Gleichheitsverpflichteten	331
B. Die Ungleichbehandlung: Die Gleichheitsbegünstigten	333

C. Die Rechtfertigung	334
I. Ausgleich widerstreitender Interessen	335
1. Sachlichkeitsgebot	336
2. Modifizierte Verhältnismäßigkeitsprüfung	336
a. Das Gebot der Geeignetheit	338
b. Das Gebot der Erforderlichkeit	339
c. Das Gebot der Angemessenheit	340
aa. Gewichtung der Interessen	341
bb. Leitlinien der Abwägung	342
3. Zwischenergebnis	344
II. Vertrauensbildung	344
D. Die Rechtsfolge	345
I. Subjektive anspruchsbegründende Wirkung	345
II. Rechtsdogmatische Wirkung	347
1. Systematische Auslegung	348
2. Rechtsfortbildung	349
E. Das Konkurrenzverhältnis zum Wettbewerbs- und Kartellrecht	351
<i>3. Abschnitt: Deduktive Absicherung des Grundsatzes</i>	353
<i>4. Abschnitt: Der Grundsatz in der Bewährung</i>	355
A. Zur Rechtsfortbildung	355
I. Der Informationszugang zu öffentlichkeitswirksamen Analysen und Bewertungen	356
1. Kritische Würdigung von Erwägung 28 S. 2 MAR	356
2. Anwendung des kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes	358
a. Anwendungsbereich und Gleichheitsverpflichtete	358
b. Ungleichbehandlung und Gleichheitsbegünstigte	359
c. Rechtfertigung	360
aa. Sachlichkeitsgebot	360
bb. Verhältnismäßigkeitsprüfung	362
(1) Intensität der Beeinträchtigung	362
(2) Gewichtung des externen Zwecks	364
d. Rechtsfolge	365
II. Der Zugang zu den Handelsplätzen für Emittenten und ihre Wertpapiere	365
1. Wettbewerbs- und kartellrechtliche Argumentation	366
2. Fortführung durch den kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz	367
3. Grenze der grundsatzkonformen Rechtsfortbildung	368
B. Zum Rechtfertigungsdiskurs	369
I. Einführende Praxisbeispiele	370
II. Grundsatz: Unverzögliche Ad-hoc-Publizität	371

III. Ausnahme: Aufschub der Publizität	371
1. Keine ausdrücklichen Ausnahmen	371
2. Anwendung des kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes	372
a. Geeignetheit und Erforderlichkeit	373
b. Angemessenheit	373
3. Zwischenergebnis	375
<i>5. Abschnitt: Formulierung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes</i>	<i>375</i>
5. Teil: Gesamtergebnis in Thesen	377
Anhang	383
<i>Gleichheitnormen im Hinblick auf den Marktzugang</i>	<i>384</i>
<i>Gleichheitnormen im Hinblick auf den Informationszugang</i>	<i>388</i>
<i>Verzeichnis der untersuchten Sekundärrechtsakte</i>	<i>392</i>
Literaturverzeichnis	399
Sachverzeichnis	433

Abkürzungsverzeichnis

ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
AcP	Archiv für civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Amtl. Kursblatt FWB	Amtliches Kursblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Antitrust L. J.	Antitrust Law Journal
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
APA	Approved Publication Arrangements (Genehmigte Veröffentlichungssysteme)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
Bost. Coll. L. Rev.	Boston College Law Review
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
CCP	Central Counterparty (Zentrale Gegenpartei)
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CML Rev.	Common Market Law Review
CMLJ	Capital Markets Law Journal
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Crim-MAD	Criminal Sanctions for Market Abuse Directive (Marktmissbrauchssanktionsrichtlinie)
CTP	Consolidated Tape Provider (Bereitsteller konsolidierter Datenträger)
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität
DÖV	Die öffentliche Verwaltung (Zeitschrift)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
Duke L. J.	Duke Law Journal
DVO	Delegierte Verordnung

DZPhil	Deutsche Zeitschrift für Philosophie
EBA	European Banking Authority (Europäische Bankenaufsichtsbehörde)
EBOR	European Business Organization Law Review
ECB-WP	European Central Bank – Working Paper Series
ECFR	European Company and Financial Law Review
Econ. J.	The Economic Journal
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung)
EMIR	European Market Infrastructure Regulation (Marktinfrastrukturverordnung)
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ESMA	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
ESRB	European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGRZ	Europäische Grundrechte Zeitschrift
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
Europ. L. Rev.	European Law Review
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
GewArch Beilage WiVerw	Gewerbearchiv (Zeitschrift) Beilage Wirtschaft und Verwaltung
GG	Grundgesetz
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
GrCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht (Zeitschrift)
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
ITS	Implementing Technical Standards (Technische Durchführungsstandards)
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Serv. Res.	Journal of Financial Services Research
J. L. & Econ.	The Journal of Law & Economics
JfNST	Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik
JFRC	Journal of Financial Regulation and Compliance
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	Juristen Zeitung
KritV	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LMK	Kommentierte Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs
LMuR	Lebensmittel & Recht (Zeitschrift)

MAD	Market Abuse Directive (Marktmissbrauchsrichtlinie)
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
MiFID I	Markets in Financial Instruments Directive I (Erste Finanzmarkttrichtlinie)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (Zweite Finanzmarkttrichtlinie)
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation (Finanzmarktverordnung)
MTF	Multilateral Trading Facility (Multilaterales Handelssystem)
N. Y. U. J. L. & Bus.	New York University Journal of Law and Business
N. Y. U. L. Rev.	New York University Law Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-Spezial	Neue Juristische Wochenschrift-Spezial
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OTF	Organised Trading Facility (Organisiertes Handelssystem)
Phil. Rev.	The Philosophical Review
Prospekt-RL	Prospektrichtlinie
Quart. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RdA	Recht der Arbeit (Zeitschrift)
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RdL	Recht der Landwirtschaft (Zeitschrift)
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
RTS	Regulatory Technical Standards (Technische Regulierungsstandards)
RW	Zeitschrift für rechtswissenschaftliche Forschung
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofs und des Gerichts Erster Instanz
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Toronto L. J.	University of Toronto Law Journal
Va. L. & Bus. Rev.	Virginia Law and Business Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Verw	Die Verwaltung (Zeitschrift)
VerwArch	Verwaltungsarchiv (Zeitschrift)
VO	Verordnung
VuR	Verbraucher und Recht (Zeitschrift)
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WiST	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WM	Wertpapiermitteilungen (Zeitschrift)

WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WuW/E	Wirtschaft und Wettbewerb – Entscheidungssammlung zum Kartellrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZVgIRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Einführung

1. Abschnitt: Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht im Nachgang zur weltweiten Finanzkrise

Am 15. September 2008, vor etwas mehr als einem Jahrzehnt, meldete die *Lehman Brothers Holdings Inc.* Insolvenz an, und die weltweite Finanzkrise erreichte ihren Höhepunkt. Auf die Vernichtung von rund einem Fünftel der globalen Wirtschaftsleistung¹ antwortete der europäische Gesetzgeber mit einem umfassenden und straffen Regelungskorsett für die Kapitalmärkte. Das ohnehin erst junge Kapitalmarktrecht wurde auf die europäische Ebene gehoben. Fortwährend wird es auf dem Weg zur europäischen Kapitalmarktunion geformt.² Das Rechtsgebiet, das die „Kapitalmärkte“ organisiert, den Handel und das Verhalten der Marktakteure regelt,³ durchlebt einen „völligen Umbruch“.⁴ In diesem Reformprozess wurde die Regulierung so stark intensiviert, dass sich die Rechtswissenschaft in einem „Tsunami“ wühlte.⁵ Allein der Umfang der grundlegenden Rechtsakte wuchs mit dem neuen Regelungsgefüge von ursprünglich rund 70 Seiten auf nun mehr als 600.⁶ Hinzu kommen unzählige konkretisie-

¹ Siehe stellvertretend *J. Armour/D. Awrey/P. Davies et al.*, *Principles of Financial Regulation*, 2016, 3.

² Siehe EuKomm, Aktionsplan Kapitalmarktunion, 2015.

³ Siehe ausführlich zur Definition und Umgrenzung des Rechtsgebietes 1. Teil, 1. Abschnitt.

⁴ *U. Schneider*, AG 2012, 823, 823.

⁵ Siehe *K. Schaffelhuber*, RdF 2011, 1; *P. Mülbart*, ZHR 176 (2012), 369; *S. Frisch*, in: *Derleder/Knops/Bamberger*, *Bank- und Kapitalmarktrecht II*, 2017, § 54, Rn. 3 („Regulierungstsunami“). Ähnlich *U. Schneider*, AG 2012, 823, 824 („kalter Sturzregen“); *L. Klöhn*, in: *Langenbucher*, *Europ. Privat-/WirtschaftsR*, 2013, § 6, Rn. 14 („Normen-Tsunami“); *R. Temporale/B. Coridaß*, in: *Temporale*, *Europ. Finanzmarktregulierung*, 2015, A, 3 („Regulierungswelle“); *L. Klöhn*, ZIP 2016, 44, 44 („explosionsartige Zunahme des Normenmaterials“); *H. Bergmann*, RdF 2017, 92, 97 („Regulierungsorkan“); *J.-H. Binder*, ZEuP 2017, 569, 573 („Regulierungswelle“); *P. Hemeling*, ZHR 181 (2017), 595, 595 („Regelungsflut“). Prägnant *U. Schneider*, AG 2012, 823, 823: „Alles ändert sich in den rechtlichen Rahmenbedingungen.“ Vergleiche ferner *L. Burn*, CMLJ 11 (2016), 352, 371 („Over-reaction to crises and market mistakes ...“).

⁶ Siehe ausführlich zu den Rechtsakten 1. Teil, 1. Abschnitt und das Verzeichnis der untersuchten Sekundärrechtsakte im Anhang. *Zum ursprünglichen Regelungsgefüge* zählen die vier Rahmenrichtlinien zum *Finanzmarkt* („*Markets in Financial Instruments Directive*“ – *MiFID I*, Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004

rende Verordnungen und Richtlinien sowie die Leitlinien und Empfehlungen der europäischen Aufsichtsagenturen sowie schließlich die Hinweise zur Verwaltungspraxis der 28 nationalen Aufsichtsbehörden. Sie fordern allesamt die

über Märkte für Finanzinstrumente, 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 und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 v. 30.04.2004, S. 1), zum *Marktmissbrauch* („*Market Abuse Directive*“ – *MAD*, Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. L 96 v. 12.04.2004, S. 16), zum *Prospektrecht* (*Prospekt-RL*, Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichten ist, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, ABl. L 345 v. 31.12.2003, S. 64) und zu den *Transparenzanforderungen* (*Transparenz-RL*, Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 390 v. 31.12.2004 S. 38).

Zum neuen Regelungsgefüge zählt die Untersuchung die *Benchmarkverordnung* (*Benchmark-VO*, Verordnung (EU) Nr. 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 08.06.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABl. L 171 v. 29.06.2016, S. 1), die *zweite Finanzmarktrichtlinie* („*Markets in Financial Instruments Directive II*“ – *MiFID II*, Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl. L 173 v. 12.06.2014, S. 348), die *Finanzmarktverordnung* („*Markets in Financial Instruments Regulation*“ – *MiFIR*, Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173 v. 12.06.2014, S. 84), die *Marktinfrastrukturverordnung* („*European Market Infrastructure Regulation*“ – *EMIR*, Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.07.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. L 201 v. 27.07.2012, S. 1), die *Marktmissbrauchsverordnung* („*Market Abuse Regulation*“ – *MAR*, Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 v. 12.06.2014, S. 1), die *Marktmissbrauchssanktionsrichtlinie* („*Criminal Sanctions for Market Abuse Directive*“ – *Crim-MAD*, Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation, ABl. L 173 v. 12.06.2014, S. 179), die *Prospektverordnung* (*Prospekt-VO*, Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.06.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichten ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. L 168 v. 30.06.2017, S. 12), die *Ratingverordnung* (*Rating-VO*, Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.09.2009 über Ratingagenturen, ABl. L 302 v. 17.11.2009, S. 1) und die *Transparenzrichtlinie* in der Fassung nach der Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Par-

Wissenschaft enorm, das Rechtsgebiet in seiner Systematik zu durchdringen.⁷ Zu dieser Systematisierungs- und Ordnungsaufgabe will die Arbeit beitragen.

Die Untersuchung greift hierzu die Normen heraus, die auf die Gleichbehandlung der Akteure am Markt zielen. Ihre Zahl stieg mit dem neuen Regelungsgefüge in einer ähnlich imposanten Weise an: Forderten ursprünglich nur 20 Erwägungen und Vorschriften die „gleiche“, „diskriminierungsfreie“, „nicht-diskriminierende“ oder „nichtdiskretionäre“ Behandlung der Akteure am Kapitalmarkt, sind es nun knapp 120.⁸ Durch die gleichzeitige Transformation des Rechtsgebiets auf die europäische Ebene stellen sich alte nationale Streitfragen im neuen unionrechtlichen Kontext. Während man für das alte Regelungsgefüge einerseits von einer „Magna Charta“,⁹ einem „Gebot“¹⁰ oder „Prinzip“¹¹ der Gleichbehandlung ausging, wurden andererseits gleiche Marktchancen als „Chimäre“¹² gebrandmarkt. Ebenso kam man zu der Erkenntnis, dass es „einen einheitlichen Grundsatz der Gleichbehandlung der Kapitalmarktteilnehmer nicht gibt“.¹³ Zugleich konzentrierten sich die Untersuchungen auf die informationelle Gleichbehandlung der Anleger und – den gesellschaftsrechtlichen Wurzeln des Rechtsgebiets entsprechend¹⁴ – auf die Verpflichtung der Emittenten.¹⁵ Aber auch diese Form der Gleichbehandlung sei „wirklichkeitsfremd und naiv“.¹⁶ Darüber hinaus hat sich das Kapitalmarktrecht mittlerweile von

laments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. L 294 v. 06.11.2013, S. 13.

⁷ Siehe für das Kapitalmarktrecht *P. Mülbert*, ZHR 176 (2012), 369, 378 f.; *U. Schneider*, AG 2012, 823, 826; *P. Hemeling*, ZHR 181 (2017), 595, 595.

⁸ Es handelt sich um 119 Erwägungen und Vorschriften aus den angesprochenen grundlegenden Rechtsakten. Bezieht man die konkretisierenden Verordnungen und Richtlinien ein, ist die Zahl wesentlich höher.

⁹ *S. Kalss*, in: Basedow/Baum/Hopt et al., Regulation and Competition, 2002, 111, 120 f.

¹⁰ Siehe etwa *R. Veil*, in: Veil, Europ. Kapitalmarktrecht, 2014, § 2, Rn. 7; *S. Kalss/M. Oppitz/J. Zollner*, Kapitalmarktrecht, 2015, 34 ff.

¹¹ *C. Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007.

¹² *E. Hilgendorf*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 2013, Vorbem. § 12 WpHG, Rn. 15. Hiergegen *K. Hopt/H. Baum*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, Börsenreform in Deutschland, 364; *B. Rudolph/H. Röhr*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht, 185.

¹³ *G. Bachmann*, ZHR 170 (2006), 144, 172. Ähnlich *M. Grünberger*, Personale Gleichheit, 2013, 1006.

¹⁴ Siehe hierzu 1. Teil, 1. Abschnitt, A., I., S. 9.

¹⁵ Exemplarisch sind die Arbeiten von *D. Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006; *V. Pavlova*, Anlassbezogene Informationspflichten, 2008; *G. Bachmann*, in: FS Schwark, 2009, 331. Siehe ferner *H.-D. Assmann*, ZBB 1989, 49, 50; *H. Fleischer*, Gutachten F 64. DJT, 2002, 27 f.; *C. Seibt*, ZGR 2006, 501, 508 ff.; *H. Fleischer*, ZGR 2009, 505; *T. Möllers/M. C. Poppele*, ZGR 2013, 437, 439 f.

¹⁶ *E. Hilgendorf*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 2013, Vorbem. § 12 WpHG, Rn. 15. Ebenfalls ablehnend *L. Wieneke*, in: Grundmann/Schwintowski/Singer et al., Anleger- und Funktionsschutz, 2006, Kap. 4, 53 ff.

seinen verbandsrechtlichen Wurzeln emanzipiert. Es will den Wettbewerb am Markt in seiner Gesamtheit steuern. Die gleiche Behandlung fordern die Normen daher nicht nur im Hinblick auf den Zugang zu Informationen ein. Sie erfassen ebenso die übrigen Wettbewerbsprozesse wie den Zugang zum Markt und die Ausführung der Handelsgeschäfte. Allerdings sollen sich auch insofern Wettbewerb und Gleichheit nicht vertragen.¹⁷ Von diesen Streitigkeiten zeigt sich der europäische Gesetzgeber indes unbeeindruckt: Er will „wirklich gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Akteure auf Unionsebene“¹⁸ schaffen, fordert „mehr Wettbewerbsgleichheit“¹⁹ und bestärkt die Investoren in ihrem Vertrauen, gleichbehandelt zu werden.²⁰

Neben diesem akademischen Spannungsfeld soll ein jüngerer Fall aus der deutschen Wirtschaft die hohe praktische Bedeutung der Gleichbehandlungsfragen am Kapitalmarkt verdeutlichen. Er betrifft die informationelle Gleichbehandlung der Anleger im Vorfeld der geplanten Übernahme der *Londoner Börse* (*London Stock Exchange plc.*) durch die *Deutsche Börse AG*. Während dieser Zeit erwarb der Vorstand der *Deutschen Börse* Aktien des eigenen Unternehmens im Wert von viereinhalb Millionen Euro und erhielt ebenso viele Aktien zusätzlich als Vergütungsbestandteil.²¹ Als am 23. Februar 2016 die geplante Übernahme bekannt wurde, stieg der Aktienkurs der *Deutschen Börse AG* zwischenzeitlich um 8,2 Prozent.²² Das entspricht bei Aktien im Wert von neun Millionen Euro einem Wertzuwachs von 738.000 € binnen weniger Stunden. An diesem Kursgewinn hätten die übrigen Anleger gerne partizipiert. Es stellt sich nun zum einen die Frage, ob der Vorstand einen exklusiven Informationsvorteil zulasten der Gleichbehandlung der übrigen Anleger ausgenutzt hat. Zum anderen könnte die *Deutsche Börse AG* ihre Pflicht verletzt haben, die Anleger gleichermaßen über die geplante Übernahme zu informieren. Obwohl beide Gleichbehandlungsfragen von namhaften Anwaltskanzleien verneint wurden, leitete die deutsche Aufsichtsbehörde, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die Angelegenheit nach eigenen Ermittlungen an die Staatsanwaltschaft weiter, die dem Verdacht auf „Insiderhandel“ nachging und die

¹⁷ Vergleiche etwa *B. Rudolph*, in: Institut für Rechtspolitik Trier, Bitburger Gespräche, 2010, 25, 52; *ders.*, ZGR 2010, 1, 47 für die „Akteure an den Finanzmärkten“.

¹⁸ Erwägung 2 Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. L 331 v. 15.12.2010, S. 1. Siehe ausführlich unten 2. Teil, 3. Abschnitt, A., S. 85.

¹⁹ Siehe etwa EuKomm, Vorschlag – MiFID II, 2011, 3.

²⁰ Vergleiche Erwägung 24 S. 3 MAR.

²¹ Siehe Handelsblatt, „Ein brisanter Deal“, Nr. 98 v. 22.05.2017, S. 30 und zur kapitalmarktrechtlichen Einordnung der Managementbeteiligungen und -programmen *R. Stenzel*, DStR 2017, 883.

²² Eigene Berechnungen aus den historischen Kursdaten am 23.02.2016 der *Deutschen Börse AG* für den Handel im *Xetra* (Eröffnungskurs 76,63 € und Tageshoch 83,00 €), abrufbar unter www.finanzen.net.

Ermittlungen schließlich gegen Zahlung von 4,75 Millionen Euro einstellt.²³ Dabei handelt es sich keineswegs um einen Einzelfall. Ähnliches wurde auch dem Vorstand der *Linde AG* im Rahmen der Fusion mit dem amerikanischen Gashersteller *Praxair Inc.* vorgeworfen.²⁴ Diese Fälle mögen die große Praxisrelevanz und die bestehenden Unsicherheiten im Umgang mit den Gleichbehandlungsfragen im Kapitalmarktrecht verdeutlichen.

2. Abschnitt: Aufgabenstellung

Aus der intensiven Kapitalmarktregulierung, den nun auf europäischer Ebene neu zu beantwortenden Streitfragen und den praktischen Unsicherheiten folgen für die Untersuchung *drei Aufgaben*. Die Arbeit nimmt sich zuerst der Gleichheitsziele des europäischen Normgebers an und analysiert sie im Spannungsfeld von Freiheit und Gleichheit im Wettbewerb am Kapitalmarkt. Das neu geschaffene Regelungsgefüge verlangt zweitens nach einer Bestandsaufnahme, Ordnung und Systematisierung der Gleichheitsnormen, um gemeinsame Auslegungsprinzipien und Strukturmerkmale für die Rechtsanwendung herauszuarbeiten. Schließlich drängt sich die Frage auf, ob sich aus den Normen ein gemeinsamer Gleichbehandlungsgrundsatz²⁵ für das europäische Kapitalmarkt-

²³ Siehe FAZ, „Ehemaliger Börsen-Chef verliert 4,75 Mio Euro“, v. 02.01.2019.

²⁴ Siehe Handelsblatt, „Linde-Chef stößt auf Widerstand“, Nr. 44 v. 02.03.2017, S. 16.

²⁵ Es soll *ausdrücklich* von einem „Grundsatz“ gesprochen werden, um der regelmäßig synonymen Verwendung der Begriffe „Prinzip“ und „Grundsatz“ entgegenzutreten (siehe jüngst *T. Möllers*, in: FS Baums, 2017, 805, 808) und die Systematisierung hinreichend von der „Prinzipientheorie“ abzugrenzen. Die maßgeblich von *Josef Esser*, *Ronald Dworkin* und *Robert Alexy* entwickelte Theorie unterscheidet kategorisch zwischen „Prinzipien“ und „Regeln“, siehe umfassend *R. Alexy*, Theorie der Grundrechte, 1994, 100 ff. und zusammenfassend *K. Röhl/H. Röhl*, Allgemeine Rechtslehre, 2008, 285 ff.; *M. Grünberger*, Personale Gleichheit, 2013, 763 ff. Während Regeln nur erfüllbar oder nicht erfüllbar sein sollen, enthielten Prinzipien den Auftrag, etwas zu optimieren, siehe *R. Alexy*, Theorie der Grundrechte, 1994, 75 ff. Man spricht daher von „Optimierungsgeboten“, *R. Alexy*, Theorie der Grundrechte, 1994, 75 ff.; *K. Röhl/H. Röhl*, Allgemeine Rechtslehre, 2008, 289; *M. Grünberger*, Personale Gleichheit, 2013, 764. Ein Optimierungsgebot verlangt, einen Zielzustand relativ zu den rechtlichen und tatsächlichen Möglichkeiten in höchsten Maße zu verwirklichen. Demgegenüber lassen sich Gleichheitsgrundsätze als „Methodennormen“ verstehen. Vergleiche aus einer allgemeinen Gleichheits- und methodischen Perspektive *L. Michael*, Gleichheitssatz als Methodennorm, 1998, 30 ff.; *M. Grünberger*, Personale Gleichheit, 2013, 766 und für den verfassungsrechtlichen Gleichheitssatz, Art. 3 GG, *L. Michael*, Gleichheitssatz als Methodennorm, 1998, 223 ff.; *ders.*, in: Sieckmann, Prinzipientheorie, 2007, 123, 123. Methodennormen sind nicht – wie die Regeln – auf die absolute Erfüllung oder – wie die Prinzipien – auf die Optimierung gerichtet, sondern sollen mit Hilfe der Rechtfertigungsprüfung Konflikte zwischen Optimierungsgeboten lösen. Siehe *M. Grünberger*, Personale Gleichheit, 2013, 766 f. und vergleiche *L. Michael*, Gleichheitssatz als Methodennorm, 1998, 33, der daher von einer „relativen Verbindlichkeit“ der Norm spricht. Um diesen Unterschied hervorzuheben, wird nicht von einem „Prinzip“, sondern von einem *allgemeinen Grundsatz* gesprochen. Zudem nutzt der Europäische Gerichtshof den Term des Grundsatzes, siehe EuGH, Urteil v. 22.11.2005 –

recht gewinnen lässt. Gelingt dieses Vorhaben, wäre ein Beitrag zur Dogmatik des jungen europäischen Rechtsgebiets geleistet. Der Gleichbehandlungsgrundsatz würde einen rechtlichen Ordnungsrahmen aufzeigen, der *drei Funktionen* erfüllt.²⁶

(1) Zuerst würde der Grundsatz das Rechtsgebiet *systematisieren* und Normrelationen, gemeinsame Wertungen und Abhängigkeitsverhältnisse aufzeigen sowie Lücken im bestehenden Regelungssystem verdeutlichen.

(2) Würde das Rechtsgebiet in seiner Struktur erfasst, kann der Grundsatz – zweitens – als *Maxime der systematischen Auslegung* dienen. Damit wird nicht nur die Entscheidungsfindung in der Praxis erleichtert, sondern auch die Begründungslast im juristischen Diskurs verschoben: Denn der Grundsatz könnte Entscheidungen aus eigener Überzeugungskraft rechtfertigen und auf diese Weise zur Rechtssicherheit beitragen.²⁷

(3) Als drittes erleichtert es der Grundsatz dem Normgeber und Rechtsanwender, neu auftauchende Probleme *systemkonform zu lösen*. Diese Funktion ist für die Kapitalmärkte besonders bedeutsam, weil das Kapitalmarktrecht stärker als andere Rechtsgebiete dem ständigen Wechselspiel zwischen Regulierung und Regulierungsumgehung durch die Marktakteure ausgesetzt ist.²⁸ Pointiert hieß es etwa unmittelbar nach der weltweiten Finanzkrise: „*These new regulations will fundamentally change the way we get around them.*“²⁹ Der Gleichbehandlungsgrundsatz könnte die Ausgangsposition des Rechts in diesem ganz eigenen Wettstreit verbessern.

In methodischer Hinsicht liegt in der Herausbildung allgemeiner Rechtsgrundsätze ein Auftrag der Systematisierung.³⁰ Sie erfordert sowohl eine induktive Grundlage aus kapitalmarktrechtlichen Gleichheitsnormen als auch die deduktive Absicherung anhand der Regelungsziele und Strukturprinzipien des Rechtsgebiets.³¹ Für das induktive Fundament kann insofern auf die Bestands-

Rs. C-144/04 (= ECLI:EU:C:2005:709 – *Mangold*, Slg. 2005-I, 9981), Rn. 75; Urteil v. 15.10.2009 – Rs. C-101/08 (= ECLI:EU:C:2009:626 – *Audiolux*, Slg. 2009-I, 9823), Rn. 32 ff.

²⁶ Vergleiche *A. Metzger*, *RabelsZ* 75 (2011), 845, 859 ff.; *T. Möllers*, in: FS Baums, 2017, 805, 806 f. Es handelt sich um Funktionen, die sich auch der allgemeinen systematisierenden Dogmatik zuschreiben lassen, siehe *K. Röhl/H. Röhl*, *Allgemeine Rechtslehre*, 2008, 442 f.; *C.-W. Canaris*, *Gesammelte Schriften*, 2012, 201 ff.; *B. Rüthers/C. Fischer/A. Birk*, *Rechtstheorie*, 2016, Rn. 321 ff.

²⁷ Vergleiche mit Bezug auf die Rechtsprechung des EuGH *F. Mayer*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, *EUV/AEUV*, 41. EL 2010, Nach Art. 6, 19 EUV, Rn. 4. Vergleiche ferner *A. Metzger*, *Allgemeine Rechtsgrundsätze*, 2009, 54 f.; *T. Möllers*, in: FS Baums, 2017, 805, 806 f.

²⁸ Siehe *J. Armour/D. Awrey/P. Davies et al.*, *Principles of Financial Regulation*, 2016, 84 ff. Ferner *E. Kane*, *J. Fin. Serv. Res.* 36 (2009), 161, 161 und für die Finanzinnovationen *F. Möslein*, *ZBB* 2013, 1, 10 f. Vergleiche zudem *G. Bachmann*, *ZHR* 170 (2006), 144, 145 f.

²⁹ *Peter C. Vey*, *The New Yorker*, 09.03.2009, ebenfalls aufgegriffen von *J. Armour/D. Awrey/P. Davies et al.*, *Principles of Financial Regulation*, 2016, 85.

³⁰ Siehe *K. Röhl/H. Röhl*, *Allgemeine Rechtslehre*, 2008, 442; *T. Möllers*, in: FS Baums, 2017, 805, 811 f. und vergleiche *F. Reimer*, *Juristische Methodenlehre*, 2016, Rn. 598 f.

³¹ Vergleiche allgemein *K. Röhl/H. Röhl*, *Allgemeine Rechtslehre*, 2008, 442, die ein rein

aufnahme zurückgegriffen werden. Hierbei sind die Wettbewerbsprozesse am Kapitalmarkt umfassend zu untersuchen, um ein aussagekräftiges Fundament für einen Gleichbehandlungsgrundsatz zu errichten.³² Bei alledem schließt sich die Arbeit dem methodischen „Kohärenzpostulat“ an.³³ Sie geht davon aus, dass das europäische Kapitalmarktrecht einem grundsätzlich kohärenten System folgt, eine innere Einheit bildet und folgerichtig aufgebaut ist. Aus diesen methodischen Vorgaben und der übrigen Aufgabenstellung ergibt sich der weitere Fortgang der Untersuchung.

3. Abschnitt: Gang der Untersuchung

Im ersten Teil werden die Grundlagen der Arbeit gelegt. Es gilt zunächst, das Kapitalmarktrecht als Forschungsgegenstand zu umgrenzen und die zu untersuchenden Rechtsakte herauszustellen. Anschließend soll das neue Regelungsgefüge für den Handel am Kapitalmarkt im Überblick vorgestellt werden. Neben dieser Einführung in das Kapitalmarktrecht soll der erste Teil die Analyse der Gleichheitsnormen vorbereiten. Hierzu wird der Begriff der „Gleichheit“ präzisiert und eine Typologie der Normen in einem einheitlichen Modell entwickelt.

Der zweite Teil nimmt sodann eine Steuerungsperspektive ein. Die Gleichheitsnormen sollen als Instrumente des europäischen Gesetzgebers betrachtet werden, mit denen er die Herausforderungen der Kapitalanlage steuern und bewältigen kann. Dieser Teil widmet sich dem Spannungsfeld von Freiheit und Gleichheit im Wettbewerb am Kapitalmarkt. Es werden die Regelungsziele des Kapitalmarktrechts aufgezeigt und die Wirkungsweise der Gleichheitsnormen im Wettbewerb herausgearbeitet. Anhand dieser Vorgaben werden die öffentlichen und privaten Interessen im Spannungsfeld von Freiheit und Gleichheit analysiert und unionsrechtlich gewürdigt. Die Untersuchung führt zu der These, dass der europäische Normgeber mit Hilfe der Gleichheitsnormen wirtschaftli-

deduktiv gewonnenes System als „inhaltsleer“ und „Selbsttäuschung“ kritisieren und *A. Metzger*, *Allgemeine Rechtsgrundsätze*, 2009, 26, 37 ff., der maßgeblich auf den Induktionsschluss abstellt und die induktive Analyse zum Definitionsbestandteil eines Rechtsgrundsatzes erklärt. Ebenso *F. Reimer*, *Juristische Methodenlehre*, 2016, Rn. 598 ff.; *T. Möllers*, in: *FS Baums*, 2017, 805, 811 f., 814. Hingegen betont *C. Jacobi*, *Methodenlehre*, 2008, 354 f., die Bedeutung der deduktiven Abstraktion. Die Untersuchung folgt daher beiden methodischen Ansätzen, ebenso *C. Mehringer*, *Gleichbehandlungsprinzip*, 2007, 18 ff.

³² Prägnant *F. Reimer*, *Juristische Methodenlehre*, 2016, Rn. 599: „Je konkreter und je breiter der Nachweis der Ausgangsnormen ist, desto überzeugender ist der Grundsatz.“

³³ Prägnant zum Systemdenken *H. Wolff*, *Studium Generale* 5 (1952), 195, 205: „Rechtswissenschaft ist systematisch oder sie ist nicht.“ Siehe für das europäische Sekundärrecht *K. Riesenhuber*, in: *Riesenhuber, Europäische Methodenlehre*, 2015, § 10, Rn. 22 ff.; allgemein *K. Röhl/H. Röhl*, *Allgemeine Rechtslehre*, 2008, 442 f.; *C.-W. Canaris*, *Gesammelte Schriften*, 2012, 201 ff. und vergleiche *B. Rüthers/C. Fischer/A. Birk*, *Rechtstheorie*, 2016, Rn. 142 ff.

che Macht steuert und die Interessen der Marktakteure ausgleicht, um die materielle Freiheitsausübung aller Akteure am Markt zu gewährleisten.

Um die These zu untermauern, erfolgt im dritten Teil eine Bestandsaufnahme der wettbewerbsbezogenen Gleichheitsnormen im europäischen Kapitalmarktrecht. Es wird untersucht, welche Wettbewerbsprozesse das Rechtsgebiet mit Hilfe von Gleichheitsnormen steuert, wie der Normgeber hierbei vorgeht und welche Regelungslücken bestehen. Zugleich soll die Bestandsaufnahme offenlegen, ob sich ein Gleichbehandlungsgrundsatz induktiv aus den Einzelregelungen ableiten lässt. Als Leitbild greift die Analyse jeweils auf die ökonomische Kapitalmarktwissenschaft zurück.

Im vierten Teil werden die Ergebnisse des zweiten und dritten Teils zu einem allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz für das Kapitalmarktrecht zusammengeführt. Anhand der methodischen Vorgaben des europäischen Gerichtshofs wird der Grundsatz inhaltlich konkretisiert und deduktiv abgesichert. Zuletzt zeigen drei Bewährungsproben die Funktionen und Grenzen des gewonnenen kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes auf. Die Untersuchung schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse im fünften Teil.

1. Teil

Grundlagen

Der erste Teil legt die Grundlagen der Untersuchung. Dazu gilt es im ersten Abschnitt, das umfassende Kapitalmarktrecht auf einen konkreten Forschungsgegenstand zu begrenzen und die zu analysierenden Rechtsakte herauszustellen. Das Rechtsgebiet wurde im Nachgang zur weltweiten Finanzkrise grundlegend reformiert. Die neu erlassenen Rechtsakte sind zwar bereits verabschiedet, allerdings noch nicht gänzlich in der Praxis anzuwenden. Aus diesem Grund soll der zweite Abschnitt das Regelungsgefüge kurz vorstellen. Der erste Teil dient ferner dazu, die Analyse der Gleichheitsnormen – der Gleichbehandlungspflichten, Diskriminierungsverbote und Förderungsgebote – vorzubereiten. Im dritten Abschnitt wird daher der Begriff der „Gleichheit“ präzisiert und ein einheitliches Modell der Gleichheitsnormen entwickelt.

1. Abschnitt: Der Forschungsgegenstand

Der Forschungsgegenstand (A.) beschränkt sich auf das europäische Recht (I.) des Wertpapierhandels (II.) am regulierten Sekundärmarkt (III.). Die Arbeit wird sich weder mit dem Übernahmerecht noch mit dem marktbezogenen Verbandsrecht beschäftigen (B.). Der umrissene Forschungsgegenstand erlaubt sodann, die zu untersuchenden Rechtsakte zu identifizieren (C.).

A. Eingrenzung

I. Eingrenzung auf das Unionsrecht

Das Kapitalmarktrecht hat sich – ausgehend vom Banken-, Börsen- und Aktiengesellschaftsrecht¹ – zu einem eigenständigen Rechtsgebiet entwickelt.² Der Grundstein für das deutsche Kapitalmarktrecht wurde mit dem Börsengesetz (BörsG) im Jahr 1896 gelegt.³ Erst knapp einhundert Jahre später – 1994 –

¹ Siehe *M. Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 2010, Rn. 1.1 ff.; *H.-D. Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 2012, Einl., Rn. 1 ff.

² Siehe *M. Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 2010, Rn. 1.2; *A. Wittig*, in: Kümpel/Wittig, Bank-/KapitalmarktR, 2011, 1. Teil, Rn. 14; *S. Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 2015, § 20, Rn. 1 f.; *R. Veil*, in: Veil, European Capital Markets Law, 2017, § 2, Rn. 1 f.

³ Siehe Reichsgesetzblatt I, Nr. 15 v. 24.06.1896, S. 157 ff. zum Gesetz Nr. 2310 v.

trat mit dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) „das Grundgesetz des Kapitalmarktrechts“⁴ hinzu.⁵ Es sollte den Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb stärken und setzte bereits verschiedene EG-Richtlinien um.⁶

Das Bestreben, das Kapitalmarktrecht europaweit zu vereinheitlichen, verstärkte sich um die Jahrtausendwende zusehends.⁷ Einen wichtigen Anstoß bildete die „Lamfalussy-Kommission“, die ein vierstufiges Rechtsetzungsverfahren vorschlug.⁸ In diesem Verfahren wurden bis Ende 2004 vier große Rahmenrichtlinien zur Finanzmarktorganisation, zum Marktmissbrauch, zum Wertpapierprospekt und zu den Transparenzanforderungen für Emittenten erlassen.⁹ Seit der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2008 steigerte sich die euro-

22.06.1896 – Börsengesetz. Das heutige BörsG regelt im Wesentlichen den Betrieb und die Organisation der Börse sowie die Ermittlung der Börsenpreise, § 1 Abs. 1 BörsG, siehe *S. Augsberg*, in: Ehlers/Fehling/Pünder, Bes. VerwR, 2012, § 35, Rn. 1, 3; *P. Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2016, Rn. 25.

⁴ *D. Zimmer*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 2010, § 1 WpHG, Rn. 4; *S. Augsberg*, in: Ehlers/Fehling/Pünder, Bes. VerwR, 2012, § 34, Rn. 1; *P. Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2016, Rn. 23.

⁵ Das Gesetz normierte die Insiderüberwachung (§§ 12 – 20 WpHG 1994) und Mitteilungs- sowie Veröffentlichungspflichten, soweit sich die Stimmrechtsanteile der börsennotierten Gesellschaften ändern (§§ 21 – 30 WpHG 1994).

⁶ Siehe die Regierungsbegründung, BT-Drs. 12/6679, S. 1; *E. Schwark*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 2010, Einl. WpHG, Rn. 1.

⁷ Siehe zur europäischen Historie *R. Veil*, ZGR 2014, 544; *R. Wilhelmi*, JZ 2014, 693; *D. Zetsche/D. Eckner*, in: Gebauer/Teichmann, Europ. Privat- und Unternehmensrecht, 2016, § 7 A, Rn. 79 ff.; *R. Veil*, in: Veil, European Capital Markets Law, 2017, § 1.

⁸ Siehe Ausschuss der Weisen, Lamfalussy-Bericht, 2001. Namensgebend ist der Vorsitzende *Alexandre Lamfalussy*. Das Verfahren gilt in modifizierter Form nach wie vor. Auf der obersten Stufe werden Rahmenrechtsakte (Richtlinien oder Verordnungen, Art. 288 Abs. 2, 3 AEUV) erlassen. Das Europäische Parlament und der Rat verabschieden sie auf Vorschlag der Kommission im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren (Art. 294 AEUV). Auf der zweiten Ebene konkretisiert die Kommission diesen Rahmen mit Hilfe von delegierten Rechtsakten (Art. 290 AEUV) oder Durchführungsrechtsakten (Art. 291 Abs. 2 AEUV). Dabei muss die Kommission die europäische Aufsichtsbehörde („European Securities and Markets Authority“ – ESMA) entweder konsultieren oder darf lediglich deren Technische Regulierungs- oder Durchführungsstandards bestätigen. Das einschlägige Verfahren wird im Rahmenrechtsakt festgelegt. Bei Technischen Regulierungsstandards („Regulatory Technical Standards“ – RTS, delegierte Rechtsakte im Sinne von Art. 290 AEUV) und Technischen Durchführungsstandards („Implementing Technical Standards“ – ITS, Durchführungsrechtsakte im Sinne von Art. 291 Abs. 2 AEUV) ist der Einfluss der ESMA so enorm, dass sie als „geistiger Urheber“ gilt, *R. Veil*, ZGR 2014, 544, 553 f.; *S. Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 2015, § 20, Rn. 12; *F. Walla*, in: Veil, European Capital Markets Law, 2017, § 4, Rn. 12 ff., § 11, Rn. 105 ff.; vergleiche zum europäischen Aufsichtssystem *J. Kämmerer*, NVwZ 2011, 1281. Um eine einheitliche Auslegung der Rechtsakte zu gewährleisten, soll die ESMA auf der dritten Ebene Leitlinien und Empfehlungen veröffentlichen. Sie sind jedoch rechtlich nicht verbindlich. Schließlich kontrollieren die Kommission und die ESMA auf der untersten Stufe die mitgliedstaatliche Umsetzung. Ausführlich zum Verfahren *R. Veil*, ZGR 2014, 544, 551 ff.; *S. Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 2015, § 20, Rn. 6 ff.; *F. Walla*, in: Veil, European Capital Markets Law, 2017, § 4, Rn. 8 ff. sowie *M. Parmentier*, BKR 2013, 133 für den Verhandlungsprozess im Rat.

⁹ Hierzu zählen die erste Finanzmarkttrichtlinie („Markets in Financial Instruments Direc-

Sachverzeichnis

- Ad-hoc-Publizität 215 ff., 289 ff., 297 ff., 369 ff.
- Angreifbare Märkte, Theorie der ~ 123 f.
- Anlageberatung 41, 135, 273 ff.
- Anlageentscheidung 113 ff., 229 ff., 247 ff., 301 ff.
- Anleger (Begriff) 36 f., 172 f.
- Anlegerleitbild 187 ff., 283 ff.
- Benchmark 22 ff., 133 f., 259 ff.
- Bereitsteller konsolidierter Datenträger (Consolidated Tape Provider – CTP) 40, 131 f., 204 f.
- Beteiligungstransparenz 240 ff.
- Diskriminierungsverbot 52, 62 f., 140 ff., 143 ff., 179 f., 245, 280
- Drittwirkung, Art. 20 GrCh 101 ff.
- Eigengeschäfte von Führungskräften (Directors' Dealings) 237 ff.
- Einheitsmodell der Gleichheitsnormen 54 ff.
- Finanzanalyse 40 f., 134, 269 ff., 356 ff.
- Finanzberichterstattung 239 f.
- Finanzmarktrichtlinie, zweite (Marktes in Financial Instruments Directive II – MiFID II) 12, 19
- Finanzmarktverordnung (Markets in Financial Instruments Regulation – MiFIR) 12, 19
- Förderungsgebot 53, 63 f., 175, 280
- Genehmigte Veröffentlichungssysteme (Approved Publication Arrangements – APA) 39, 131 f., 202 ff.
- Regeltes Markt 25 f., 128, 147 ff., 151 ff., 161 f., 310 f.
- Gleichbehandlungsgrundsatz 330 ff.
– ~ Formulierung 375 f.
– ~ Gleichheitsbegünstigte 333 f.
– ~ Gleichheitsverpflichtete 331 ff.
– ~ Rechtfertigung 334 ff.
– ~ Rechtsfolge 345 ff.
- Gleichbehandlungspflicht 52, 71 f., 136 ff., 175, 233 f., 245 ff., 285 f., 322 ff., 331
- Gleichheit (Begriff) 47 ff.
- Handelsdaten 195 ff.
- Informationsarbitragemodell 187 ff., 192 f., 305 f.
- Informationszugangsgleichheit 245 ff., 280 ff.
- Insiderverbote 220 ff., 254 f., 257 f., 266 ff., 270 ff., 356 ff.
- Intermediäre 37 ff.
– Anlagebezogene ~ 39 ff.
– Ausführungsbezogene ~ 42 ff.
- Machtkontrolle 332 f., 353 f.
- Market-Maker 45, 222 f., 290
- Marktinfrastrukturverordnung (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) 19 f.
- Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation – MAR) 20
- Multilateraler Handelsplatz 25 ff., 42 ff., 161 f., 196 ff., 264 ff., 305 f.
- Multilaterales Handelssystem 27 ff., 128 f., 149 ff., 151 ff., 162 f., 310 f.
- Neutralitätspflicht 83 f., 303, 311, 322 ff.
- Neutralitätssicherung, Gleichheitsnormen zur ~ 323 f.

- Nichtdiskretionäre Auftragsausführung 310 f.
- Organisiertes Handelssystem 30 ff., 128 f., 149 ff., 153 f., 312 ff.
- Positive Unterscheidungsgründe 63, 152 f., 160 f., 178 f., 333
- Preistheorie, neoklassische 120 ff.
- Prospekt 21, 206 ff.
- Rating 21 f., 132 f., 252 ff.
- Rechtsanwendungsgleichheit, normimmanente 126 ff.
- Rechtsgrundsatz 5 f., 327 ff., 347 ff., 355 ff.
- Rückkaufprogramme 226 f.
- Sachlichkeitsgebot 60 ff., 117 f., 243 f., 288 f., 336
- Sekundärmarkt 15 f., 174, 332 f.
- Stabilisierungsmaßnahmen 227 f.
- Statistiken 250 f.
- Systematische Internalisierung 32 ff., 42, 171 ff., 199 ff., 307, 317 ff.
- Teilnehmer 43, 151 ff., 167 ff.
- Transparenzrichtlinie 21, 239 ff.
- Vertrauensbildung 78 f., 193, 308, 344 f., 354
- Wertpapier 34 f., 185 f.
- Wertpapierinhaber 243 ff.
- Wertpapierzulassung 147 ff., 161 f., 172, 365 ff.
- Wettbewerb
- ~ Regelungsziel 76 ff., 85 ff., 296 f.
 - ~ ökonomischer Begriff 79 ff.
 - Gleichheitsnormen im ~ 81 ff.
 - Schutz der Erfolgchancen ~ 92 ff.
- Zentrale Gegenparteien 43 ff., 130, 155 ff., 162 ff., 264 ff., 314 ff.
- Zugangsgleichheit 176 ff.