

MARIO HÖSSL-NEUMANN

Informationsregulierung durch Insiderrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

78

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

78



Mario Hössl-Neumann

Informationsregulierung durch Insiderrecht

Mohr Siebeck

Mario Hössl-Neumann, geboren 1990; Studium der Rechtswissenschaften in Wien mit Forschungsaufenthalten in Kopenhagen und Stanford; 2019 Promotion (Wien); seit 2019 Associate einer internationalen Wirtschaftskanzlei in Wien.

ISBN 978-3-16-159308-6 / eISBN 978-3-16-159309-3

DOI 10.1628/978-3-16-159309-3

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.

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen (www.mohrsiebeck.com) mit Genehmigung der Heinrich Graf Hardegg'schen Stiftung Wien.

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 Gulde Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Wien als Dissertation angenommen. Ausgangspunkt der Untersuchung ist die europäische Marktmissbrauchsverordnung aus 2014. Die Arbeit erforscht die Art und Weise, wie insiderrechtliche Verbotsnormen im Sinne einer „Informationsregulierung“ auf die rechtlichen Möglichkeiten und ökonomischen Anreize für Emittenten einwirken, internes Wissen an den Markt zu kommunizieren.

Im Einzelnen ist die Arbeit das Ergebnis einer intensiven Auseinandersetzung mit der Dynamik der Rechtsentwicklung. Das betrifft zum einen die Genese des Marktmissbrauchs als eigenständiger kapitalmarktrechtlicher Rechtsfigur und die Konsequenzen deren notwendiger Einpassung in bestehende Strukturen der Vertrags- und Gesellschaftsrechtsdogmatik. Zum anderen wird mittels historisch rechtsvergleichender und ökonomischer-theoretischer Betrachtung versucht, Erklärungsmuster für das Ineinandergreifen von intra- und extradogmatischer Argumentation in Gesetzgebung und Rechtsprechung zu finden und die laufende Fortbildung des Wirtschaftsrechts im interdisziplinären Regulierungsdiskurs verständlich zu machen. Darauf aufbauend beschäftigt sich die Arbeit schließlich mit Problemen der Verständigung, die aus divergierenden ökonomischen Grundannahmen und Narrativen resultieren und der effektiven Anwendung von „transplantiertem“ oder sonst vereinheitlichtem Recht potentiell entgegenstehen.

Die Erkundung der Vielzahl damit verbundener methodischer Vorfragen war ein Abenteuer, auf dem ich zum Glück nicht alleine war. Mein besonderer Dank gilt Julian Pehm, Julius Schumann, Andreas Baumgartner und Clemens Stegner, den Angehörigen des Instituts für Unternehmensrecht der Universität Wien sowie der Vienna Doctoral Academy „Communicating the Law“. Durch wertvolle Hinweise von Herrn Professor Jesper Lau Hansen und meine übrigen KollegInnen an der Københavns Universitet im Sommer 2017 hat die Arbeit erheblich profitiert. Professoren Siegfried Fina und Roland Vogl möchte ich herzlich für die Einladung an die Stanford Law School im Frühjahr 2018 danken, wodurch die Fertigstellung der Dissertation maßgeblich beschleunigt wurde.

Nicht zuletzt gebührt Herrn Professor Ulrich Torggler großer Dank für die jahrelange Unterstützung, unermüdlige Diskussionsbereitschaft und umsichtige

Kritik des Erstentwurfs. Auf Herrn Professor Chris Thomale geht die Motivation zu dieser Veröffentlichung in den Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht zurück. Sie wurde von der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg, großzügig unterstützt. Vielen Dank.

Am Ende wäre ohne Lina natürlich gar nichts gegangen. Ihr sei diese Arbeit gewidmet.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Erster Teil: Das Problem der Marktmissbrauchsverordnung	1
<i>A. Ad-hoc-Publizität als Strukturfrage europäischer Kapitalmarktregulierung</i>	<i>1</i>
I. Kapitalmärkte in ökonomischer Theorie und Empirie	1
1. Finanzierung, wirtschaftliches Wachstum und rechtliche Determinanten	1
2. Bank- und marktbasierende Finanzsysteme	2
3. Die Rolle des Kapitalmarkts	3
II. Europäische Kapitalmarktregulierung als Mehrstufensystem	5
1. Marktzugang als Priorität im Rahmen der Kapitalmarktunion	5
2. Marktzugang durch Flexibilität des Regelungsrahmens	7
III. Nivellierung durch die Marktmissbrauchsverordnung	9
1. Der Bedarf an einem level playing field im Marktmissbrauchsrecht	9
2. Die Folge von one size fits all-Informationspflichten	11
<i>B. Kostenfaktor Ad-hoc-Publizität unter dem europäischen Marktmissbrauchsrecht</i>	<i>16</i>
I. Einheitliche Anknüpfung als Problem des europäischen Marktmissbrauchsrechts	16
II. Regelungsmodelle innerhalb des Marktmissbrauchsrechts	20
1. „Ad-hoc-Publizität light“ – Qualifikation der einheitlichen Anknüpfung	20
2. „Insiderinformation light“ – Ausrichtung auf den Veröffentlichungstatbestand	23
III. Ablehnung durch den EuGH	26
1. Keine Bündelung von Information	26
2. Kein Ausschluss der Relevanz unsicherer Information	29
IV. Der Ansatz der Marktmissbrauchsverordnung	34
1. Ausrichtung auf den Verbotstatbestand	34
2. Komplementierung durch den Aufschubstatbestand	39

<i>C. Ad-hoc-Publizität als Frage des Insiderrechts</i>	42
I. Problematik des Lösungsansatzes der Marktmissbrauchsverordnung	42
1. Mangelnde Akzeptanz des Aufschubstatbestands als europäisches Problem	42
2. Potentielle Lösung auf europäischer Ebene	47
II. Emittentinnenpublizität als Zentralisierung von Information	49
III. Insiderrechtliche Determinanten der Emittentinnenpublizität	53
1. Der Begriff öffentlich bekannter Information	53
2. Der Begriff öffentlich verfügbarer Angaben	58
IV. Die Entwicklung der Marktmissbrauchsverordnung als Forschungsprogramm	59
 <i>D. Gang der Untersuchung</i>	 63
 Zweiter Teil: Geschichte des Insiderrechts	 65
 <i>A. Entstehungskontext des Insiderrechts</i>	 65
I. Kapitalgesellschaft als Keimzelle der Informationsregulierung	65
II. Frühes Kapitalmarktrecht als Primärmarktregulierung	69
1. Verbreitung der Kapitalgesellschaft und Abkehr vom Konzessionssystem	69
2. Prospektrecht als Lösung für Probleme am Markt für Einbringegesellschaften	71
III. Entwicklung der Sekundärmarktregulierung und die Rolle des Insiderrechts	75
1. Sekundärmarktregulierung als Reaktion auf Marktwirklichkeit	75
2. Marktverhaltensregulierung als Lösung für Probleme in der Preisbildung	78
3. Konsequenzen für die Informationsregulierung	83
 <i>B. Rahmenbedingungen für die weitere Entwicklung</i>	 89
I. Ökonomischer Kontext als Determinante	89
II. Rechtliche Rahmenbedingungen	90
1. Keine Regelung im Gesellschaftsrecht	90
2. Schranken systeminterner Fortbildung	93
a) Vorvertragliche Sonderbeziehung	93
b) Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht	97
III. Der Begriff der Marktintegrität als Bezugspunkt des Insiderrechts	100

<i>C. Erste Entwicklungsstufe: Insiderrecht und Preisstabilität</i>	103
I. Ökonomische Prämissen	103
1. Unterscheidung von Spekulation und Investition	103
2. Marktintegrität als Abwesenheit von Spekulation	106
II. Rechtsentwicklung	109
1. Insiderhandel als Marktmanipulation	109
2. Insiderhandel als schädliche Spekulation	116
 <i>D. Zweite Entwicklungsstufe: Insiderrecht und Preiseffizienz</i>	 120
I. Ökonomische Prämissen	120
1. Spekulation und Insiderhandel	120
2. Marktintegrität als Anwesenheit von Spekulation	124
II. Rechtsentwicklung	127
1. Insiderhandel als Beeinträchtigung von Spekulation	127
2. Insiderhandel als Beeinträchtigung von Chancengleichheit	132
 <i>E. Dritte Entwicklungsstufe: Insiderrecht und allokativer Effizienz</i>	 139
I. Ökonomische Prämissen	139
1. Komplementärfunktion der Emittentinnenpublizität	139
2. Zentralisierung als Agenturkostenproblem	143
3. Synthese: Wettbewerb um Information als Zielsetzung der Informationsregulierung	147
II. Rechtsentwicklung	149
1. Überblick	149
2. Deutschland: Schranke durch vertragliche Konzeption	150
3. USA: Reform über Erfordernis einer Sonderbeziehung	151
a) Versuch der Einschränkung über den Informationsbegriff	151
b) Einschränkung der personellen Anknüpfung über Erfordernis der Sonderbeziehung	154
4. Frankreich: Einschränkung der personellen Anknüpfung ohne Erfordernis einer Sonderbeziehung	162
5. Vereinigtes Königreich: Neuformulierung über Erfordernis einer Sonderbeziehung	165

Dritter Teil: Insiderregulierung im europäischen Recht	171
<i>A. Konzept der Insiderrichtlinie</i>	171
I. Kontext	171
II. Konzeption	176
1. Die Insiderrichtlinie als Produkt französischer und britischer Ansätze	176
2. Verhandlung über den Öffentlichkeitsbegriff	179
3. Einigung im Rat	181
a) Materieller Öffentlichkeitsbegriff	181
b) Eingeschränkter Insiderbegriff	182
III. Funktion: Insiderrecht als Informationsregulierung	185
<i>B. Konzept des Marktmissbrauchsrechts</i>	189
I. Kontext	189
1. Das Marktmissbrauchsrecht als Entscheidung für den britischen Ansatz	189
2. Umsetzung der Insiderrichtlinie im Vereinigten Königreich	193
a) Konzept des Criminal Justice Act	193
b) Konzept des Financial Services and Markets Act	198
II. Konzeption	205
1. Das europäische Marktmissbrauchsrecht als Produkt aus Insiderrichtlinie und FSMA	205
2. Verlagerung des Anpassungsbedarfs in den Komitologieprozess	207
3. Beibehaltung des materiellen Öffentlichkeitsbegriffs als Unfall	209
III. Funktion: Der europäische Ansatz zwischen zweiter und dritter Entwicklungsstufe	212
1. Divergenzen im Umgang mit dem Öffentlichkeitsbegriff zwischen den Mitgliedstaaten	212
2. Keine Auflösung durch die EuGH-Rechtsprechung	216
Vierter Teil: Publizität als Teil des Marktmissbrauchsrechts	219
<i>A. Kontinuierliche Publizität im Regulierungsdiskurs</i>	219
I. Kontinuierliche Publizitätspflichten als Rahmen freiwilliger Transparenz	219
1. Das US-amerikanische Publizitätsregime als historischer Vorläufer	219
2. Agenturkosten und das Problem der Rechtsdurchsetzung	221
II. Kontinuierliche Publizitätspflichten als Sanktionierungsmechanismus	225
1. Das australische Publizitätsregime als Gegenmodell	225
2. Externalitäten und das Problem der Rechtssetzung	228

<i>B. Ad-hoc-Publizität als absolutes Informationsniveau?</i>	231
I. Irreführungsverbot als positive Publizitätspflicht?	231
1. Keine Irreführung durch bloßes Schweigen	231
2. Ad-hoc-Publizität als Ermöglichungsnorm	236
II. Enge Interpretation berechtigter Interessen?	239
1. Keine strukturelle Bevorzugung des Marktinteresses an Information	239
2. Ad-hoc-Publizität als zentralisierte Durchsetzung gesellschaftsrechtlicher Pflichtenbindung	243
III. Konsequenzen für das Insiderrecht	245
 <i>C. Ad-hoc-Publizität als relatives Informationsniveau?</i>	 248
I. Kein Schluss von Veröffentlichungsmodalitäten auf den Öffentlichkeitsbegriff	248
II. Ad-hoc-Publizität als Zurechnungsmechanismus	253
 <i>D. Schluss: Kostenfaktor Ad-hoc-Publizität unter dem europäischen Marktmissbrauchsrecht?</i>	 261
 Zusammenfassung	 265
 Literaturverzeichnis	 271
Judikatur	295
Offizielle Dokumentation	301
Sachregister	309

Abkürzungsverzeichnis

A.2d	Atlantic Reporter, Second Series
A.3d	Atlantic Reporter, Third Series
ABGB	(Österreichisches) Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
ABl.	(Europäisches) Amtsblatt
Abs.	Absatz/Absätze
Acct.	Accounting
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. F.	alter Fassung
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft
ähnl.	ähnlich
AIM	Alternative Investment Market
AktG	(österreichisches/deutsches) Aktiengesetz
ALI	American Law Institute
allg.	allgemein
Am.	American
AMF	Autorité des Marchés Financiers
Anh.	Anhang
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
ASL	(dänisches) Aktieselskabsloven
ASX	Australian Stock Exchange
ausf.	ausführlich
BaFin	(deutsche) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bank.	Banking
BCC	British Company Law Cases
BCLC	Butterworths Company Law Cases
Begr.	Begründung
BeschlE	Beschlussempfehlung
BGB	(deutsches) Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	(deutscher) Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht
BlgNR	Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des (österreichischen) Nationalrats
BörseG	(österreichisches) Börsegesetz
BörsG	(deutsches) Börsengesetz
Bsp.	Beispiel(e)

BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus.	Business
BVwG	(österreichisches) Bundesverwaltungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CA	(britischer) Companies Act, (australischer) Corporations Act
Cap.	Capital
CCH	Commerce Clearing House
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
C.F.R.	Code of Federal Regulations
Ch.	Chancery Law Reports
Cir.	Circuit Court of Appeals
CJA	(britischer) Criminal Justice Act
CLP	Current Legal Problems
Cmd.	Command Paper
COB	Commission des Operations de Bourse
Comm.	Commercial
Comp.	Company, Comparative
Cong.	(US-amerikanischer) Congress
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Corp.	Corporate, Corporation
CSIDA	(britischer) Company Securities (Insider Dealing) Act
Ct.	Court
D. Del.	District Court for the District of Delaware
D.C.	District of Columbia
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
DG	Directorate-General
DSJur	Recueil Dalloz-Sirey Jurisprudence Générale
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECOFIN	(Europäischer) Rat für Wirtschaft und Finanzen
Econ.	Economic, Economy
E.D. Pa.	District Court for the Eastern District of Pennsylvania
EEC	European Economic Community
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ER	English Reports
Erl.	Erläuterungen
ErwG	Erwägungsgrund/-gründe
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESME	European Securities Markets Experts Group
et al.	<i>et alii/aliae</i>
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Europ.	European

EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWHC	High Court of England and Wales Decisions
exkl.	exklusive
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
F.App'x	Federal Appendix
F.Supp	Federal Supplement
F.Supp.2d	Federal Supplement, Second Series
FCA	(britische) Financial Conduct Authority
FD	Fair Disclosure
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fin.	Finance, Financial, Financier
FMA	(österreichische) Finanzmarktaufsicht
Fn.	Fußnote
FSa	(britischer) Financial Services Act, (britische) Financial Services Authority
FSAP	Financial Services Action Plan
FSMA	(britischer) Financial Services and Markets Act
FSMT	(britisches) Financial Services and Markets Tribunal
Ga.	Georgia Supreme Court Reports
GesRZ	Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
ggü.	gegenüber
GP	Gesetzgebungsperiode
H&N	Hurlstone and Norman's Exchequer Reports
HGB	(deutsches) Handelsgesetzbuch
HMA	Her Majesty's Advocate
HR	(US-amerikanisches) House of Representatives
Hrsg.	Herausgeber(Innen)
ibid.	<i>ibidem</i>
i. d. F.	in der Fassung
i. d. S.	in diesem Sinne
i.d.Z.	in diesem Zusammenhang
i. e.	<i>id est</i>
i. E.	im Ergebnis
Inc.	Incorporated
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
Int'l.	International
Inv.	Investment
IPO	Initial Public Offering
i.w.S.	im weiteren Sinn
J.	Journal
JC	Judiciary Cases
JCP	Juris-Classeur Periodique
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
JZ	Juristen-Zeitung

KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
krit.	kritisch
L.	Law
Law.	Lawyer
Leg.	Legal
lit.	<i>litera</i>
Lit.	Literatur
LLP	Limited Liability Partnership
Ltd.	Limited
MAB	Mercado alternativo Bursatil
Mass.	Massachusetts Supreme Judicial Court Reports
Mgmt.	Management
MiFID	(europäische) Markets in Financial Instruments Directive
Mkt(s).	Market(s)
MM-RL	(europäische) Marktmissbrauchsrichtlinie
MM-VO	(europäische) Marktmissbrauchsverordnung
m. N.	mit Nachweisen
Mon.	Monetary
MTF	Multilateral Trading Facility
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
nat'l	national
N.N.	<i>nomen nescio</i>
NSWCCA	New South Wales Court of Criminal Appeal
NSX	National Stock Exchange of Australia
N.Y.	Court of Appeals of the State of New York, NY Court of Appeals Reports
NY.2d	New York Court of Appeals Reports, Second Series
NYSE	New York Stock Exchange
N.Y.U.	New York University
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
OGH	(österreichischer) Oberster Gerichtshof
OLG	(deutsches) Oberlandesgericht
OTC	Over the Counter
OTF	Organized Trading Facility
Pol	Political
Pol'y	Policy
Pty.	Proprietary
Q&A	Questions and Answers
Qu.	Quarterly
R.	Regina
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RC	Recommendation
RdW	Recht der Wirtschaft
Reg.	Regulation
RegE	Regierungsentwurf
Rev.	Review, Revue
RG	(deutsches) Reichsgericht

RGBL.	(deutsches/österreichisches) Reichsgesetzblatt
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RINGA	Relevant Information Not Generally Available
Riv.	Rivista
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rsp.	Rechtsprechung
RV	Regierungsvorlage
S.	Seite
SA	Schlussantrag, (US-amerikanischer) Securities Act, Société anonyme
S.D.N.Y.	District Court for the Southern District of New York
SE	Societas Europaea
SEA	(US-amerikanischer) Securities and Exchange Act
Sec.	Securities
SEC	(US-amerikanische) Securities and Exchange Commission
S.E.C.	Securities and Exchange Commission Decisions and Reports
Sess.	Session
SIX	Swiss Stock Exchange
SMSG	Securities and Markets Stakeholders Group
sog	sogenannte(r)
SSX	Sidney Stock Exchange
Stat.	Statistics
Stud.	Studies
S.Ct.	(US-amerikanischer) Supreme Court, Supreme Court Reporter
Tech.	Technology
U.	University
UAbs.	Unterabsatz
UCLA	University of California, Los Angeles
UfR	Ugeskrift for Retsvæsen
UK	United Kingdom
UMKC	University of Missouri, Kansas City
UNSW	University of New South Wales
US	United States
U.S.	United States (Supreme Court) Reports
USA	United States of America
U.S.C.	Code of Laws of the United States of America
UVS	(österreichischer) Unabhängiger Verwaltungssenat
v.	<i>versus</i>
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VwGH	(österreichischer) Verwaltungsgerichtshof
WM	Wertpapiermitteilungen
WpAIV	(deutsche) Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz)

WpAV	(deutsche) Wertpapierhandelsanzeigerordnung (Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz)
WpHG	(deutsches) Wertpapierhandelsgesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
Z.	Ziffer
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJapanR	Zeitschrift für Japanisches Recht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

Das Problem der Marktmissbrauchsverordnung

A. Ad-hoc-Publizität als Strukturfrage europäischer Kapitalmarktregulierung

1. Kapitalmärkte in ökonomischer Theorie und Empirie

1. Finanzierung, wirtschaftliches Wachstum und rechtliche Determinanten

Die grundlegende Funktion von Kapitalmärkten ist die Zusammenführung von MarktteilnehmerInnen mit unterschiedlichen Konsumpräferenzen auf der Zeitachse: Die Kapitalgeberseite verschiebt ihren Konsum auf einen späteren Zeitpunkt, KapitalnehmerInnen wollen über zukünftige Einkünfte sofort verfügen; die Kapitalanlage vermittelt diese gegenläufigen Interessen und befreit damit WirtschaftsakteurInnen von momentanen Kapitalrestriktionen. Gesamtwirtschaftlich kommt dieser Verteilung von Kapital dann Bedeutung zu, wenn durch Investitionen Wachstum generiert werden kann. Der Wert von Allokationsprozessen für die volkswirtschaftliche Entwicklung wurde daher insbesondere im Kontext der industriellen Revolution des neunzehnten Jahrhunderts offenbar. Insofern naheliegend finden sich erste dahingehende Auseinandersetzungen bei *Walter Bagehot*;¹ auch *Joseph Schumpeter* betonte die Funktion dieser Güterverteilung über Zeit in seiner Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung.²

Seither wurde vor allem der Zusammenhang zwischen Finanzierungsaufkommen und Wirtschaftswachstum ausgiebig erforscht.³ Zunehmend wurde dabei versucht, die Frage der Kausalität – ob wirtschaftliche Entwicklung tatsächlich

¹ Siehe z. B. *Bagehot*, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873) 11-6 (beschreibend die Intermediatisierung der Kapitalallokation im englischen Finanzsystem).

² Siehe *Schumpeter*, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* (1911) 192-8 (zur Rolle des Bankiers als Intermediär zwischen Unternehmern und den Produktionsmitteln der Volkswirtschaft).

³ Grundlegend *Goldsmith*, *Financial Structure and Development* (1969) (Verhältnis der Summe finanzieller Verbindlichkeiten + Nettoauslandsvermögen ggü. BIP in 35 Staaten in unterschiedlichen Zeiträumen bis 1963). Für eine Aufarbeitung der mittlerweile umfangreichen Lit. siehe *Levine*, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in: *Aghion/Durlauf* (Hrsg.), *Handbook of Economic Growth* (2005) 866.

durch ein Mehr an verfügbarem Kapital bedingt ist – zu beantworten.⁴ Neuere Erhebungen gehen einen Schritt darüber hinaus und begreifen das Finanzierungsaufkommen nur als einen möglichen Anhaltspunkt, um die Entwicklung des Finanzsystems in seiner allokativen Dimension festzumachen: Denn die Bereitschaft, Kapital zur Verfügung zu stellen, steige mit zunehmender Effizienz rechtlicher Rahmenbedingungen; diese seien die eigentlichen Wachstumstreiber,⁵ weil sie die Entwicklung von professionellen Strukturen und Intermediarisierungsprozessen förderten und den Gütertausch damit erleichterten.⁶ Wesentliche Erkenntnis dieser Literatur ist, dass sich volkswirtschaftliche Entwicklung empirisch als Ergebnis eines Prozesses darstellen lässt, in dem arbeitsteilige Abläufe dafür sorgen, dass (nur) wirtschaftlich erfolgversprechende Projekte mit Mitteln ausgestattet werden.⁷

2. Bank- und marktbasierende Finanzsysteme

Das bedeutet aber noch nicht, dass dafür nur die Institution Kapitalmarkt in Frage käme. Unterschieden werden insofern markt- und bankbasierte Finanzsysteme; letztere gelten durch stärkere Integration als weniger abhängig von institutioneller Entwicklung (und damit rechtlichen Rahmenbedingungen), woraus sich ergebe, dass sie insbesondere in weniger starken Volkswirtschaften verbreitet sind.⁸ Gleichzeitig haben Kapitalmärkte aber auch etwa in Kontinentaleuropa einen traditionell weitaus niedrigeren Stellenwert als im angloamerikanischen Raum – bei vergleichbarer wirtschaftlicher Entwicklung. Das zeigt sich zum einen am Umfang

⁴ Siehe z. B. *Levine/Zervos*, Stock markets, banks, and economic growth, *Am. Econ. Rev.* 88 (1998) 537 (für Kapitalmarktumsatz); *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, Government ownership of commercial banks, *J. Fin.* 57 (2002) 265 (für Umfang der Bankfinanzierung). Anhand der Entwicklung kapitalintensiver Branchen erhoben z. B. bei *Rajan/Zingales*, Financial dependence and growth, *Am. Econ. Rev.* 88 (1998) 559; *Demirgüç-Kunt/Maksimovic*, Law, finance, and firm growth, *J. Fin.* 53 (1998) 2107.

⁵ Siehe insb. *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, Legal Determinants of External Finance, *J. Fin.* 52 (1997) 1131 (höhere Marktkapitalisierung bei besseren rechtlichen Rahmenbedingungen für bloße Kapitalgeber).

⁶ Siehe *Morck/Yeung/Yu*, The Information Content of Stock Markets, *J. Fin. Econ.* 58 (2000) 215 (weniger informierte Preise bei schlechteren rechtlichen Rahmenbedingungen für bloße Kapitalgeber).

⁷ Siehe *Wurgler*, Financial markets and the allocation of capital, *J. Fin. Econ.* 58 (2000) 187 (höhere Übereinstimmung von Kapitalflüssen und Wachstum bei (i) besseren rechtlichen Rahmenbedingungen und (ii) informierteren Preisen [vorangehende zwei Fn.]).

⁸ Siehe *Tadesse*, Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence, *J. Fin. Intermediation* 11 (2002) 429. Zu größerer Verbreitung von Eigenkapitalinstrumenten bei höherer wirtschaftlicher Entwicklung siehe *Boyd/Smith*, The evolution of debt and equity markets in economic development, *Econ. Theory* 12 (1998) 519. Vgl. auch die Quellen auf dieser S. in Fn. 4.

unternehmerischer Kapitalaufnahme; diese lag im Jahr 2015 für die nunmehrigen EU-27 (i. e. ohne das Vereinigte Königreich) bei 10 % des BIP in Schuldtiteln und 51 % in Eigenkapitaltiteln, gegenüber 18 % bzw. 78 % für das Vereinigte Königreich und 31 % bzw. 112 % für die USA.⁹ Ein zweiter starker Indikator für die unterschiedliche Marktentwicklung ist der Börsenumsatz, weil er Proxy für Aktivität ist – und damit für die laufende Evaluation der Kapitalnehmerinnen. Für 2014 lag er in den USA bei 224 % des BIP, im Vereinigten Königreich bei 79 %. Für Deutschland und Frankreich werden 41 bzw. 37 % des BIP errechnet.¹⁰

Diese deutliche Diskrepanz legt nahe, dass der Stellenwert des Kapitalmarkts für die wirtschaftliche Entwicklung maßgeblich auch von externen Determinanten (etwa dem Altersvorsorgesystem) abhängt und durch Pfadabhängigkeiten geprägt ist. Gleichzeitig ist bei verhältnismäßig geringerem Zugang zu marktbasierter Finanzierung klar, dass der Ressourcenallokation durch das Bankensystem – also im Wesentlichen über Kreditvergabe – besondere Bedeutung zukommt. Tatsächlich war der Anteil bankbasierter Finanzierung in den nunmehrigen EU-27 (39 % des BIP) im Jahr 2015 deutlich stärker ausgeprägt als im Vereinigten Königreich (23 %) oder den USA (11 %).¹¹ Makroskopisch kann aber nicht festgemacht werden, dass eines dieser Systeme dem anderen strukturell überlegen wäre.¹² Das ergibt sich schon daraus, dass bei funktioneller Betrachtung in beiden Fällen ähnliche Auswahl- und Bewertungsprozesse beobachtet werden können.¹³

3. Die Rolle des Kapitalmarkts

Doch trotz dieser Austauschbarkeit *prima facie* kann gerade in bankbasierten Systemen ein starkes Argument für die Bedeutung von Kapitalmärkten entwickelt werden; Banken und Kapitalmärkte scheinen insofern komplementäre Funktionen für die wirtschaftliche Entwicklung zu erfüllen.¹⁴ Ein Erklärungsansatz ist, dass der Bankenmarkt von Netzwerkeffekten geprägt ist, die marktmächtigen An-

⁹ *Wright/Bax*, What Do EU Capital Markets Look Like Post-Brexit?, Report 2016, 8 Figure 9 (abrufbar unter <http://newfinancial.eu/report-on-what-do-eu-capital-markets-look-like-post-brexit/>); Zahlen ohne Finanzsektor.

¹⁰ *The World Bank*, Stocks traded, total value in % of GDP (abrufbar unter data.worldbank.org).

¹¹ *Wright/Bax*, What Do EU Capital Markets Look Like Post-Brexit?, 9 Figure 9.

¹² Siehe z. B. *Beck/Levine*, Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter?, *J. Fin. Econ.* 64 (2002) 147; *Demirgüç-Kunt/Maksimovic*, Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm level data, *J. Fin. Econ.* 65 (2002) 337.

¹³ Siehe dazu z. B. *Merton/Bodie*, Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure, *J. Inv. Mgmt.* 3 (2005) 1. Vgl. auch noch Teil 2 Kapitel A.I.

¹⁴ Siehe z. B. *Levine/Zervos*, *Am. Econ. Rev.* 88 (1998) 537 (unabhängige positive Effekte von Kreditfinanzierung und Marktliquidität auf wirtschaftliche Entwicklung).

bietern zugute kommen und damit sogenannte natürlich oligopolistische Strukturen befördern – Kapitalmarktzugang bedeutet insofern einen Wettbewerbsfaktor, womit die Position der Kapitalnehmerseite gestärkt wird.¹⁵ Ein anderer Grund für das fruchtbare Nebeneinander ergibt sich aus strukturellen Unterschieden. So werden die Stärken der Bankfinanzierung üblicherweise in deren Rolle in der Corporate Governance festgemacht: Sie sind oft nicht selbst erfolgsbeteiligt und damit unzureichend diversifiziert; in Verbindung mit einem üblicherweise hohen individuellen Einsatz werden sie dadurch zu natürlichen Kontrolloren des Managements, was insbesondere in der Publikums-Kapitalgesellschaft von Vorteil ist.¹⁶ Umgekehrt liegt auf der Hand, dass Börsengängigkeit auch für die Finanzierung durch Banken bedeutsam sein kann: Die Bildung von Marktpreisen erleichtert die Unternehmensbewertung¹⁷ und bietet ein kostengünstiges komplementäres Instrument zur Überwachung der Leistung des Managements.¹⁸

Stark vereinfacht ergeben sich damit komparative Stärken marktbasierter Finanzierung dort, wo inhärente Vorteile der Kollektivierung (Marktpreisbildung) größere Bedeutung haben als Vorteile der Konzentrierung (Kontrollfunktion). Ein konkretes Beispiel sind besonders innovative (etwa technologiebasierte) Unternehmen: Diese sind einerseits durch regelmäßig wechselseitig hohe Bindung von Management und Unternehmen geprägt, womit Interessenidentität indiziert und Kontrolle von relativ geringem Stellenwert ist.¹⁹ Probleme können sich aber andererseits bei der Bewertung neuer Geschäftsmodelle ergeben, individuell hoch riskante Investitionen führen bei plausibler Annahme von Risikoaversion zu erhöhtem Bedarf an Diversifizierung.²⁰ Beide Aspekte stellen die Vorteile kol-

¹⁵ Siehe z. B. *Hellwig*, Banking, financial intermediation, and corporate finance, in: *Giovannini/Mayer* (Hrsg.), *European Financial Integration* (1991) 35; *Rajan*, Insiders and outsiders: The choice between informed and arms length debt, *J. Fin.* 47 (1992) 1367. Vgl. so auch *Morck/Nakamura*, Banks and Corporate Control in Japan, *J. Fin.* 54 (1999) 319.

¹⁶ Zur Verminderung von Agenturkosten durch Banken empirisch *Chakraborty/Ray*, Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis, *J. Mon. Econ.* 53 (2006) 319. Vgl. auch *Boot/Thakor*, Financial System Architecture, *Rev. Fin. Stud.* 10 (1997) 693: Geringere Attraktivität von Kapitalmärkten bei höheren verbleibenden Informationsasymmetrien. Zur Problemstellung siehe noch Teil 2 Kapitel A.I.

¹⁷ Siehe *Allen*, Stock Markets and Resource Allocation, in: *Mayer/Vives* (Hrsg.), *Capital Markets and Financial Intermediation* (1993) 81; *Allen/Gale*, Diversity of opinion and the financing of new technologies, *J. Fin. Intermediation* 8 (1999) 68 (zu relativen Vorteilen der Marktpreisbildung bei hohen Informationskosten).

¹⁸ Siehe z. B. *Holmström/Tirole*, Market Liquidity and Performance Monitoring, *J. Pol. Econ.* 101 (1993) 678 (zu unabhängigen Kontrolleffekten bei erhöhter Marktliquidität).

¹⁹ Grundlegend zur Bindung durch unternehmensspezifische Entwicklung von Humankapital siehe *Williamson*, The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach, *Am. J. Sociology* 87 (1981) 548 (561-6).

²⁰ Vgl. grundlegend *Arrow*, Aspects of the Theory of Risk-Bearing (1965) 28-44.

lektiver Strukturen heraus,²¹ im Lichte des Gesagten gilt das unabhängig davon, ob die Unternehmen ihr Kapital tatsächlich vornehmlich am Markt aufnehmen.²²

Diese Conclusio lässt sich vor dem Hintergrund neuerer empirischer Forschung verallgemeinern: Während beim Zugang zu (Bank-)Krediten mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ein Grenznutzen zu existieren scheint,²³ wurde festgestellt, dass gerade verhältnismäßig starke Volkswirtschaften in besonderem Maße von zusätzlicher marktbasierter Finanzierung profitieren.²⁴ Aus europäischer Perspektive kann der Institution Kapitalmarkt und ihren rechtlichen Determinanten damit besondere Bedeutung attestiert werden.

II. Europäische Kapitalmarktregulierung als Mehrstufensystem

I. Marktzugang als Priorität im Rahmen der Kapitalmarktunion

Tatsächlich wurde das Zusammenwirken von Bankfinanzierung und öffentlichen Kapitalmärkten von der EU im Jahr 2014 in das Zentrum ihrer als Kapitalmarktunion lancierten Reformagenda gerückt. Dabei soll nach Plänen der Kommission in Umsetzung der Kapitalverkehrsfreiheit ein echter Kapitalbinnenmarkt („genuine single capital market“) verwirklicht werden.²⁵ Das Projekt dreht sich aber nicht nur um den Abbau rechtlicher Hindernisse für die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme: Eine wesentliche Stoßrichtung ist die Verbesserung des faktischen Zugangs zu europäischen Kapitalmärkten für Unternehmen, die bislang vornehmlich durch Kreditaufnahme finanziert sind.²⁶

Das baut auf der Feststellung im Grünbuch Kapitalmarktunion aus 2015 auf, dass in der Union eine überproportionale Abhängigkeit von relativ kurzfristigen und – mit Blick auf die Folgen der Finanzkrise 2008 – zyklischen Finanzierungs-

²¹ Aus der Theorie z. B. *Allen/Gale*, Comparing Financial Systems (2000) 403-34 (Bankfinanzierung überlegen für etablierte Geschäftsmodelle, Marktfinanzierung für innovative Branchen). Empirisch dazu *Carlin/Mayer*, Finance, investment, and growth, J. Fin. Econ. 69 (2003) 191 (höheres Wachstum technologiebasierter Unternehmen bei geringerem Anteil an Kreditfinanzierung im Finanzsystem).

²² Zur Koentwicklung von Kreditfinanzierung und Kapitalmarkt-Handelsvolumen siehe *Huybens/Smith*, Inflation, financial markets and long-run real activity, J. Mon. Econ. 43 (1999) 283.

²³ Siehe *Arcand/Berkes/Panizza*, Too much finance?, J. Econ. Growth 20 (2015) 105: Geringeres Wirtschaftswachstum bei besonders hohem Volumen verfügbarer (Kredit-)Finanzierung.

²⁴ Siehe *Demirgüç-Kunt/Feyen/Levine*, The evolving importance of banks and securities markets, World Bank Econ. Rev. 27 (2013) 476.

²⁵ Siehe *European Commission*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank: An Investment Plan for Europe, COM(2014) 903 final 14-5.

²⁶ Vgl. *European Commission*, Green Paper: Building a Capital Markets Union, COM(2015)

formen bestehe.²⁷ Damit würden Chancen verspielt: Wachstumsstarke Kapitalnehmerinnen hätten vergleichsweise wenige Möglichkeiten, Kapital für langfristige Investitionen aufzunehmen.²⁸ Insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen wird konstatiert, dass der Schritt zur öffentlichen Kapitalaufnahme zu selten gewagt wird („IPO gap“): Die Kommission geht davon aus, dass der Markt für KMU-Börsengänge in der EU nur ein Drittel des US-amerikanischen ausmacht; insgesamt favorisiere das europäische Regulierungsumfeld große Unternehmen.²⁹ Daraus folgt, dass vor allem nach dem *Brexit* ein Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit befürchtet wird, weil der Austritt des Vereinigten Königreichs potentiell die Möglichkeit zur Kapitalaufnahme über den Finanzplatz London beschränkt.³⁰

Ein zentrales Vorhaben im Rahmen der Kapitalmarktunion ist dementsprechend die Steigerung der Kapitalmarktattraktivität für KMU durch Senkung der mit dem *going public* verbundenen Kosten.³¹ Als wesentlich empfunden werden dabei neben den unmittelbaren Kosten des IPO³² vor allem die Informationspflichten, die für Emittentinnen laufend mit öffentlicher Notierung einhergehen: Erstens aufgrund der direkten Kosten, die durch kontinuierliche Informationszufuhr an den Markt anfallen; zweitens wegen der damit potentiell verbundenen Gefährdung von Geschäftsgeheimnissen, die gerade für innovative und daher wachstumsstarke Emittentinnen erhebliche indirekte Kosten durch Wettbewerbsnachteile erzeugen könne.³³

63 final 2. Zu einer vergleichbaren Verbindung der Regulierung grenzüberschreitender Sachverhalte mit materieller Rechtsangleichung und -entwicklung im Kapitalmarktrecht unter dem FSAP 1999 siehe *Enriques/Gatti, Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Stanford J. L. Bus. & Fin. 14 (2008) 43 (47-52).

²⁷ Siehe *European Commission*, COM(2015) 63 final 7-9.

²⁸ Siehe *European Commission*, COM(2015) 63 final 4; vgl. auch *European Commission*, Commission Staff Working Document: Economic Analysis on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, SWD(2017) 224 final 24.

²⁹ Siehe *European Commission*, SWD(2017) 224 final 44-5.

³⁰ Vgl. *European Commission*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: On the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, COM(2017) 292 final 8. Zu wesentlichen Unterschieden innerhalb der EU-28 auch schon *European Commission*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015) 468 final 3.

³¹ Vgl. *European Commission*, COM(2015) 63 final 9-10; *European Commission*, COM(2015) 468 final 5.

³² Vgl. in diesem Zusammenhang die neue Prospekt-VO 2017 (VO 2017/1129/EU vom 14.6.2017, ABl. L 2017/168, 12) und zum KMU-Fokus insb. *European Commission*, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, COM(2015) 583 final 2-3, 6-8.

³³ Zu beiden Aspekten *European Commission*, COM(2015) 63 final 13; zu Kosten der IPO-

2. Marktzugang durch Flexibilität des Regelungsrahmens

Erklärtes Ziel der EU ist dementsprechend ein abgestuftes Regelungssystem, das einen Ausgleich zwischen nötiger Marktinformation und den damit insbesondere für junge Unternehmen verbundenen Kosten herstellt.³⁴ Die Marktkategorisierung nach der aktuellen europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) 2014³⁵ lässt grundsätzlich Raum für ein derartiges Regime. Wie bereits unter den Vorgängerrechtsakten können Handelsplätze für Emissionen entweder als sogenannte Geregelte Märkte oder als „ungeregelte“ Multilaterale Handelssysteme (MTF) geführt werden (Art. 1 Abs. 7 MiFID 2014).³⁶ Damit soll eine Pluralität an Marktmodellen verfügbar sein, die den individuellen Bedürfnissen von Emittentinnen auch im Hinblick auf laufenden Verwaltungsaufwand Rechnung tragen.³⁷ Spezifisch für KMU wurde durch Art. 33 MiFID 2014 die MTF-Unterkategorie des KMU-Wachstumsmarkts geschaffen: Unter diesem Label sollen Erleichterungen für jene Emittentinnen vorgesehen werden, die an überwiegend von KMU genutzten MTF notieren.³⁸ Nach Ansicht von ESMA sind dabei insbesondere Modifikationen in Rechnungslegung und Prospektpublizität ins Auge zu fassen;³⁹ im Rahmen der Prospekt-VO 2017⁴⁰ wurde das bereits aufgegriffen.⁴¹

Entscheidung auch *European Commission*, SWD(2017) 224 final 42-3. Vgl. zu den Auswirkungen von Börsenregularien auf die Unternehmensentwicklung jüngst *Bessler/Schneck*, Securities Market Design and Stock Market Segments for Small Company Shares: Empirical Evidence from Initial Public Offerings in Germany, ZBB 2016, 362. Zur Thematik direkter und indirekter Kosten von Emittentinnenpublizität vgl. noch Teil 4 Kapitel A.II.2.

³⁴ Siehe *European Commission*, COM(2015) 468 final 14. Dazu z.B. *Ferrarini/Ottolia*, Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs, *European Property L. J.* 2 (2013) 296 (304-6).

³⁵ RL 2014/65/EU vom 15.5.2014, ABl. L 2014/173, 349.

³⁶ Art. 2 Abs. 1 MAR erfasst über geregelte Märkte hinaus sog. Multilaterale bzw. Organisierte Handelssysteme (MTF bzw. OTF); die erfassten Märkte sind definiert in Art. 4 Abs. 1 Z. 21-23 MiFID 2014. Im vorliegenden Kontext wird nicht auf den Auffangtatbestand der OTF eingegangen, der für die Kapitalaufnahme keine unmittelbare Bedeutung hat.

³⁷ Siehe ErwG 133 MiFID 2014.

³⁸ Siehe ErwG 132 MiFID 2014. Erleichterungen für KMU waren bereits im ursprünglichen Kommissionsvorschlag ein zentraler Punkt: Vgl. *European Commission*, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments, COM(2011) 656 final 9.

³⁹ Siehe *European Securities and Markets Authority*, Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR – Final Report, ESMA/2014/1569, 357-62.

⁴⁰ Siehe S. 6 Fn. 32.

⁴¹ Siehe nur *Veil/Di Noia*, SME Growth Markets, in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), Regulation of the EU Financial Markets (2017) 13.21-3. Vgl. zur Rolle der Lockerung des Prospektregimes auch noch unter Teil 4 Kapitel D.

Ein solcher abgestufter Regelungsansatz war auch schon für den Financial Services Action Plan (FSAP) 1999⁴² charakteristisch: So wurde der Anwendungsbereich von Instrumenten wie Prospekt-RL 2003⁴³ und Transparenz-RL 2004⁴⁴ auf Geregelte Märkte beschränkt (Art. 1 Abs. 1 Prospekt-RL; Art. 1 Abs. 1 Transparenz-RL)⁴⁵ und der in den 1990er Jahren aufgekommene Wettbewerb zwischen Handelsplätzen durch die MiFID 2004⁴⁶ bewusst befördert.⁴⁷ Damit wurden gesetzgeberisch Freiräume geschaffen, die von Handelsplatzbetreiberinnen mittels privatrechtlicher Instrumente nach gewünschter Regelungsintensität ausgefüllt werden können (sog *exchange-regulated markets*).⁴⁸

Unter dem FSAP 1999 wurde damit auf das Mittel der Segmentierung zurückgegriffen, um unterschiedlichen Ausgangslagen in den mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen Rechnung zu tragen und Emittentinnen verschiedener Größe und Unternehmensstruktur einen Platz zu bieten.⁴⁹ Diesen Ansatz führt die Europäische Kommission nunmehr also im Rahmen der Kapitalmarktunion fort;⁵⁰ mit Blick auf das Ziel eines proportionalen Regelungsrahmens sollen verbleibende Hemmnisse für KMU systematischer Überprüfung unterzogen werden.⁵¹

⁴² *European Commission*, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM(1999) 232 final.

⁴³ RL 2003/71/EG vom 4.11.2003, ABl. L 2003/345, 64.

⁴⁴ RL 2004/109/EG vom 15.12.2004, ABl. L 2004/390, 38.

⁴⁵ Siehe dazu nur *Ferran*, Building an EU Securities Market (2004) 185-8.

⁴⁶ RL 2004/39/EG vom 21.4.2004, ABl. L 2004/145, 1.

⁴⁷ Vgl. *European Commission*, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, COM(2002) 625 final 8-10. Dazu auch *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Auflage (2014) 435-6. Für den aufkommenden Wettbewerb in den 1990er Jahren siehe z. B. *Röell*, Competition among European Exchanges, in: Ferrarini (Hrsg.), European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond (1998) 213 und zur steigenden Bedeutung unregelter Märkte *ibid.* 220-2.

⁴⁸ Siehe nur *Moloney*, EU Securities Regulation, 3. Auflage, 173-6. Für einen Überblick über die dabei entwickelten Regelungsmodelle siehe *Veil*, Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen (2016) 41-101.

⁴⁹ Vgl. i. d. S. auch die Beschränkung der Quartalsberichterstattung auf EU-Ebene durch Art. 3 Abs. 1, 1a Transparenz-RL 2013 (RL 2013/50/EU, ABl. L 294/2013, 13), um Raum für freiwillige Publizität zu lassen: *European Commission*, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, COM(2011) 683 final 7. Zum Regelungskonzept und dem daraus folgenden Spielraum für Börsen siehe z. B. *Brinckmann*, Periodic Disclosure, in: *Veil* (Hrsg.), European Capital Markets Law, 2. Auflage (2017) § 18 Rn. 46-9; *Veil*, The Reform of the Transparency Regime in European Capital Markets Laws, ECFR 2013, 18 (24-8), jeweils m. w. N.

⁵⁰ Vgl. z. B. *European Commission*, COM(2015) 468 final 13 (Wachstumsmärkte als „stepping-stone for new companies to prepare for eventual listing on a larger exchange“).

⁵¹ Siehe *European Commission*, COM(2017) 292 final 11-2.

III. Nivellierung durch die Marktmissbrauchsverordnung

I. Der Bedarf an einem level playing field im Marktmissbrauchsrecht

Bisher wurde das europäische Emittentinnen-Kapitalmarktrecht mit Blick auf das Projekt der Kapitalmarktunion als Mehrstufensystem vorgestellt, in dem diese durch die Wahl des Handelsplatzes in ein bestimmtes Pflichtenprogramm optieren.⁵² Bereits angesprochen wurde, dass dabei insbesondere der Umfang laufender Informationspflichten regelmäßig ein bedeutender Kostenfaktor und für die Notierungsentscheidung erheblich ist.⁵³ Im Einklang damit wird im Rahmen der Kapitalmarktunion als Priorität formuliert, die Zahl notwendiger Veröffentlichungen unter europäischem Recht zu reduzieren.⁵⁴

Interessant ist insofern aber, dass aktuell – in krassem Gegensatz zu diesen Bekundungen – eine Tendenz zur Hinaufnivellierung der Pflichtenprogramme zwischen Geregelten Märkten und *exchange regulated markets* beobachtet wird: An die MTF-Notierung würden, so die Argumentation, immer höhere Anforderungen geknüpft – mit der Folge eines verschlechterten Kapitalmarktzugangs gerade für jene Unternehmen, die mit der Kapitalmarktunion eigentlich angesprochen werden sollten. Hauptverantwortlich für diese erhebliche Diskrepanz zwischen Regelungsanspruch und Wirklichkeit wird dabei die im Juli 2016 in Kraft getretene europäische Marktmissbrauchsverordnung (MM-VO) 2014⁵⁵ und die darin enthaltene Pflicht zur kontinuierlichen Veröffentlichung von Insiderinformationen mit direktem Bezug zur Emittentin (sogenannte Ad-hoc-Publizität, Art. 17) gemacht.⁵⁶

Dabei ist die MM-VO 2014 auf den ersten Blick kein großer Wurf: Ihr System folgt der Marktmissbrauchsrichtlinie (MM-RL) 2003⁵⁷, durch die im Rahmen

⁵² Zu den Effekten des Wettbewerbs zwischen Handelsplätzen siehe z.B. *Romano*, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, Yale L. J. 107 (1998) 2359 (2399-401). Zum Mechanismus des *opting-in* in diesem Zusammenhang vgl. *Rock*, Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure, Cardozo L. Rev. 23 (2002) 675 (684-6).

⁵³ Dazu unter A.II.1.

⁵⁴ Vgl. *European Commission*, SWD(2017) 224 final 45 Fn. 31.

⁵⁵ VO 2014/596/EU vom 16.4.2014, ABl. L 2014/173, 1.

⁵⁶ Siehe z. B. *Kumpán*, Market-based financing in the Capital Markets Union: The European Commission's Proposals to Foster Financial Innovation in the EU, ECFR 2017, 336 (362-3); *Payne*, Disclosure of Inside Information, ECGI Law Working Paper No 422/2018, 12; *Pereira*, MAR's Unintended Consequences, Int'l Fin. L. Rev., 26.3.2018, 2; *Veil/Di Noia*, in: Regulation of the EU Financial Markets, 13.27-30; vgl. auch *Veil*, Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen, 148-9. Zu diesem Problem auch *European Commission*, EU regulatory framework for financial services – Summary of contributions to the 'Call for Evidence' (2016) 9.

⁵⁷ RL 2003/6/EG vom 28.1.2003, ABl. L 2003/96, 16.

des FSAP 1999 erstmals die Materien Insiderrecht, Marktmanipulation und Ad-hoc-Publizität in einem einheitlichen europäischen Rechtsakt zusammengefasst wurden. Die Instrumente unterscheiden sich vielmehr insofern, als die MM-RL 2003 in ihrem Anwendungsbereich auf Geregelt Märkte beschränkt war (dort Art. 9).⁵⁸ Mit der MM-VO 2014 wurde das Marktmissbrauchsrecht damit nicht nur in einen unmittelbar anwendbaren Rechtsakt gegossen, sondern dabei auch auf sämtliche europäischen Handelsplätze erstreckt.⁵⁹ Erfasst sind nach deren Art. 2 Abs. 1 erstens alle Finanzinstrumente an Geregelt Märkten, MTF oder OTF und zweitens alle übrigen Finanzinstrumente, die solche Titel in ihrem Wert beeinflussen oder von diesen beeinflusst werden.⁶⁰

Angetrieben wurde diese Expansion insbesondere mit Blick auf das Verbot der Marktmanipulation. Denn die Vielfalt an Handelsplätzen und deren (vor allem durch größere Derivatmärkte) voranschreitende Vernetzung nährten unter der MM-RL 2003 die Befürchtung regulatorischer Arbitragen.⁶¹ So erfasste der europäische Rechtsrahmen nicht jenes Verhalten, das außerhalb geregelter Märkte gesetzt wurde, die Preisbildung auf solchen aber unter Umständen zu beeinflussen geeignet war. Die insofern nötige Erstreckung auf andere Handelsplätze und OTC-Derivate wie nunmehr in Art. 2 MM-VO 2014 wurde zwar regelmäßig als Überumsetzung (*gold-plating*) vorgesehen.⁶² Dieses autonome mitgliedstaatliche Tätigwerden entsprach aber noch nicht einem *level playing field*, wie es die Kommission vor Augen hatte.⁶³

⁵⁸ Dazu z. B. *Enriques/Gatti*, Stanford J. Bus. & Fin. 14, 61.

⁵⁹ Für die Verbotstatbestände ist es dabei gänzlich unbeachtlich, wo die Handlung gesetzt wurde: Siehe z. B. *Moloney*, EU Securities Regulation, 3. Auflage, 717; *Mock*, General Provisions, in: *Mock/Ventoruzzo* (Hrsg.), Market Abuse Regulation (2017) B.2.13-6.

⁶⁰ Zu diesem Mechanismus z. B. *Mock*, in: Market Abuse Regulation, B.2.03-7.

⁶¹ Siehe z. B. *Moloney*, EU Securities Regulation, 3. Auflage, 716; *Siems/Nelemans*, The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution?, Maastricht J. Europ. & Comp. L 19 (2012) 195 (202-3). Vgl. sodann *European Commission*, Call for evidence – Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (2009) 4-5. Zur sukzessiven Verlagerung des Handels weg von Geregelt Märkten vgl. *Veil*, Capital Markets, in: *Veil* (Hrsg.), European Capital Markets Law, 2. Auflage (2017) § 7 Rn. 6–9; *Ferrarini/Saguato*, Governance and Organization of Trading Venues, in: Regulation of the EU Financial Markets 11.15-6.

⁶² Zu den Umsetzungen im Detail *Committee of European Securities Regulators*, Review Panel report – MAD Options and Discretions, CESR/09-1120, 26-38 Rn. 103-203. Vgl. insb. die verbreitete Gleichstellung von Geregelt Märkten und MTF im Hinblick auf die Verbotstatbestände des Marktmissbrauchsrechts: So für Deutschland siehe § 12 WpHG a.F. (für Insiderverbote); § 20a Abs. 1 Satz 2 WpHG a.F. (für Marktmanipulation). Die Marktmissbrauchsverbote im Vereinigten Königreich (§ 118 FSMA 2000) bezogen sich vor Inkrafttreten der MM-VO 2014 auf alle *prescribed markets* iSd Art. 4 FSMA 2000 (Prescribed Markets and Qualifying Investments) Order 2001, so z. B. auf den Londoner AIM. Die französische AMF erklärte per Verordnung sowohl Verbote (Art. 611-1 Règlement général a.F.) als auch Ad-hoc-Publizität (Art. 223-1-A Règlement général a.F.) für MTF verbindlich.

⁶³ Siehe dann *European Commission*, Proposal for a Regulation of the European Parliament

Sachregister

- Ad-hoc-Publizität
 - Ad-hoc-Publizität light 21 ff., 29, 35, 37 f., 40 f.
 - als absolutes Informationsniveau *siehe* als Korrelat der Marktteilnahme
 - als Ermöglichungsnorm 236 ff., 263
 - als Korrelat der Marktteilnahme 49 f., 53, 231 ff., 238, 245
 - als relatives Informationsniveau 248 ff., 262 f.
 - als zentralisierte Durchsetzung gesellschaftlicher Pflichtenbindung 243 ff.
 - als Zurechnungsmechanismus 253 ff.
 - Arbeitskreis Gesellschaftsrecht 132
 - ASX Listing Rules 14, 225 ff., 236 f., 239 f.
 - Börsenzulassungs-RL 17 ff., 21, 180 f., 239
 - Dänemark 21 f.
 - Definitions-RL 22
 - Finnland 21
 - Form 8-K 220, 223 f.
 - Frankreich 22 f.
 - Insiderinformation *siehe* einheitliche Anknüpfung
 - Insiderrichtlinie 17, 19 f., 180 ff., 186
 - Israel 15
 - Italien 21 f.
 - Japan 14
 - Kanada 15, 239
 - Luxemburg 22
 - Marktmissbrauchsrichtlinie, -verordnung 9 ff., 19 f., 59, 21 ff., 210 f., 231 ff., 262 ff.
 - Prospekterfordernisse 223, 226
 - Regulation FD 249 ff.
 - Schweden 21
 - Schweiz 14
 - USA 14 f., 219 ff., 237, 249 ff.
 - Veröffentlichungsmodalitäten 54, 210, 224 f., 249 ff.
- Agenturkosten 68 f., 79 f., 82 f., 91 f., 143 ff., 187 f., 221 ff., 238 f., 245 f., 248, 263
- Akerlof, George* 144
- ALI Federal Securities Code 153, 255
- ALI Principles of Corporate Governance 98 f.
- Allokationseffizienz 2, 13, 23, 52 f., 56, 68, 100 f., 104 f., 139 f., 144 ff., 160, 166, 204, 215, 218, 220 f., 239, 245, 247
- Amtlicher Handel 17
- Analysten *siehe* Marktteilnehmer, professionelle
- Anisman, Philip* 202
- Arbitrage
 - regulatorische 10, 70, 132, 232
 - Kurs-, Informations- 30, 80 f., 84 f., 128, 140
- Árret Vilgrain* 94
- Aufschub der Veröffentlichung
 - ASX Listing Rules 227 ff.
 - bei gestreckten Sachverhalten 39, 46, 230
 - berechnete Interessen 45 ff., 229 f., 239 ff.
 - Beschlusserfordernis 43 f.
 - Business Judgment 161 f., 229 ff., 233, 242, 244, 248, 250 f.
 - Geheimhaltung *siehe* Insiderregulierung, Offenlegungsverbot
 - Gerüchte 257 ff.
 - Irreführungsseignung 44 f., 48, 231 ff., 263
 - Marktmissbrauchsverordnung 39 ff., 231 ff.
 - Notifizierung 42 ff.
- Babcock Fives Atlantique, Rs.* 119
- Bagehot, Walter* 1
- Bankfinanzierung 2 ff.
- Banque de Madagascar, Rs.* 129

- Basic v. Levinson* 219, 256
Baumol, William 125
Berle, Adolf 68, 76
Bioporto, Rs. 59 ff., 167, 203
Blau v. Lehman 115 f.
 Börsenregularien 8 f., 15, 80, 226 f.
 Börsenzulassungs-RL 17
Brandeis, Louis 73, 158
Brexit 6, 264
Brophy v. Cities Service Co 97 ff.
Brudney, Victor 148 f., 159
bundle of claims 66 f.
 Business Judgment Rule *siehe* Ad-hoc-Publizität, Aufschub, Business Judgment
- Carrefour/Allobroge, Rs.* 138, 164
Cary, William 101 f., 116 f.
cheapest cost avoider
 – Begriff 50, 220 ff., 261
 – direkte Informationskosten 225
 – indirekte Informationskosten *siehe* Externalitäten, positive reale
cherry picking siehe half-truth
Chiarella v. United States 154 ff., 176 f., 219, 256
 Criminal Justice Act 1993 (UK) 193 ff.
Clark, Robert 68
Cochran v. Channing Corp. 114, 254 f.
 Code of Market Conduct (UK) 192, 200 f., 204 f.
Cohen, Manuel 116
continuous disclosure siehe Ad-hoc-Publizität
cornering 82
- Daimler-Chrysler, Rs.* 31
Davies, Paul 192
deep secrets siehe unknown unknown
derivative action 100, 230 f.
 Derivatmärkte 10
Di Noia, Carmine 33 f.
Diamond v. Oreamuno 97 ff.
 Differenzgeschäfte *siehe* margin trading
 Directors' Dealings *siehe* Insiderregulierung, Transparenz
Dirks v. SEC 156 ff., 177, 250
disclose or abstain siehe Insiderregulierung, Handelsverbot
- Diversifizierung 67
Dolgoplov, Stanislav 111
Dooley, Michael 160
Douglas, William 115 f., 158 f.
duty to update siehe venire contra factum proprium
Dye, Ronald 228 f.
- Effizienzmarkthypothese 121 f., 142 f.
 Einbringegesellschaften 72 f.
 einheitliche Anknüpfung 20, 23, 24 f., 33 f., 36 f., 52 f., 226 f., 229
Elkind v. Liggett & Myers 153 f., 163
equal access 50 f., 59, 61 f., 126 f., 136, 148 f., 152, 163, 178, 180, 202, 205, 211, 214 f.
equal footing 172
 Erwägungsgründe 58 f., 187, 216 ff.
exchange-regulated markets siehe Börsenregularien
 Externalitäten
 – negative *siehe* Agenturkosten
 – positive finanzielle 224, 228, 262 f.
 – positive reale 228 ff.
- false market rule siehe* Ad-hoc-Publizität, Aufschub, Gerüchte
Fama, Eugene 141, 147
Farge, Jean 163 f.
Federal corporation law 101 f., 109, 111 ff., 123, 165
 Finanzberichterstattung *siehe* Regelpublizität
 Finanzsysteme 2 f.
Fleischer, Arthur 109
fraud-on-the-market siehe Marktmanipulation
Friedman, Milton 124 f.
front running 98, 133 f.
 Financial Services Action Plan 1999 8, 12, 18 f., 192, 205 ff., 264
- Geltl, Rs.* 26 ff., 30, 32 f., 37, 40 f., 127 f.
 Geregelter Markt 7, 9 f., 17
 Gerüchte *siehe* Aufschub der Veröffentlichung, Gerüchte
Gilotta, Sergio 57 f., 61
 Gold-plating 10

- Goodwin v. Agassiz* 96 f., 110, 255
GPG (Australia Trading) Pty. Ltd. v. GIO Australia Holdings Ltd. 236
- Haftung, beschränkte 67 f.
half-truth 236 f.
Hannam v. FCA, Rs. 209
Hansen, Jesper Lau 56 f., 61
Hayek, Friedrich August von 77, 124
Hirshleifer, Jack 141, 147
HMA v. Mackie 195
Hopt, Klaus 190, 192
- IKB, Rs.* 232 ff.
In re Cady, Roberts & Co 109 ff., 134 f., 156, 172, 256
In re Investors Management Co 135 f., 152
In re Siebel Systems, Inc. 257
In re Ward LaFrance Truck Corp. 95
incomplete contracts 68
- Informationsasymmetrie 40, 52 f., 56 f., 65 ff., 87, 91 ff., 100 f., 222, 248, 252, 260
 Informationsparität 50 f., 59, 61 f., 132, 136, 139 ff., 152, 160, 163, 165 ff., 178, 182, 186 f., 203, 211, 214 f., 245, 251 f.
 Informationsregulierung 68 f., 75, 139 ff., 160 ff., 169, 185 ff., 190 f., 197 f., 202, 206 f., 215, 218, 261 ff.
- Insider
 – *casually acquired information* 148 f., 183 f.
 – Companies Bill 1973/1978, Companies Act 1980, Corporate Securities (Insider Dealing) Act 1985 (UK) 166 ff., 183 ff., 194 f.
 – *connection* 166 ff., 194 ff., 199, 201
 – Corporations Act 1989/1991 (AU) 202
 – Dänemark 183
 – Insiderhandelskonvention (Europarat) 183
 – Insiderhandels-Richtlinien 1970 (DE) 133, 136 f., 150 f.
 – Insiderrichtlinie 51, 177, 182 ff.
 – JUSTICE Report 1972 165 f.
 – *market insider* 155 f., 162, 177
 – Marktmissbrauchsrichtlinie 51, 190, 206 f., 212 ff.
 – Marktmissbrauchsverordnung 51 ff., 212 ff.
 – Ontario Securities Act 1990 (CA) 201
 – Ordonnance 67-833 (FR) 184, 136 ff., 163 f.
 – Primär- 57, 61, 117, 137 f., 157, 159, 161 ff., 165 f., 177, 183 f., 197 f., 201, 245 f.
 – *privileged possession* 200, 202
 – Rule 10b-5 117, 135 f., 155 ff., 161 f.
 – Sekundär- 51 f., 57, 135 ff., 152, 159, 166 ff., 178, 184 f., 190, 206, 212 ff.
 – Singapur 202
 – Spanien 183
 – Südafrika 201
 – Treuepflicht 148, 156 f., 168 f., 183 ff.
- Insiderinformation
 – Börsenzulassungs-RL 24
 – Corporations Act 1989/1991/2001 (AU) 202 f., 246
 – Definitionsrichtlinie 24, 28 ff., 33, 46 f., 53 f., 209 ff.
 – Deutschland 23 ff.
 – Emittentenbezug 246 f.
 – Financial Services and Markets Act 2000 (UK) 199 f., 204 f., 246
 – gestreckter Sachverhalt *siehe* Sperrwirkung
 – Insiderhandels-Richtlinien 1970 (DE) 133
 – Insiderinformation light 23 ff., 27, 29, 33 f., 35 ff., 40 f.
 – Insiderrichtlinie 19, 176 ff.
 – JUSTICE Report 1972 165 f.
 – Kurserheblichkeit *siehe* Kursrelevanz
 – Kursrelevanz 27 ff., 118 ff., 128, 152 ff., 199
 – Kursspezifität 28 f., 32 f.
 – *market information* 133 f., 151, 155 f., 162, 168, 176 f., 201
 – Marktmissbrauchsrichtlinie 19, 23 ff., 118, 206 ff.
 – Marktmissbrauchsverordnung 34 ff.
 – Mosaiktheorie 152 ff., 161
 – Öffentlichkeit *siehe* Öffentlichkeit
 – Ordonnance 67-833 (FR) 119 f., 129 f., 133 f., 176 f.
 – Österreich 23 ff.
 – Präzision 23 ff., 27 ff., 119 f., 129, 199
 – *realistic prospect* 31
 – RINGA-Konzept 35 f., 56, 199, 212
 – Rule 10b-5 117 ff.
 – Sperrwirkung 25, 27 ff., 37 f., 52, 212

- Vereinigtes Königreich *siehe* RINGA-Konzept
- verständiger Anleger 30, 33 ff., 118, 122, 154
- Zwischenschritte *siehe* Sperrwirkung
- Insiderrecht
 - Aktieselskabsloven 1973 (DK) 86 f., 115
 - Arbeitskreis Gesellschaftsrecht 87, 132
 - Companies Act 1947 (GB) 85
 - Companies Act 1960 (Northern Ireland) 85
 - Companies Act 1963 (IE) 85
 - Companies Act 1967 (GB) 86 f.
 - Companies Act 1980, Corporate Securities (Insider Dealing) Act 1985 (UK) 165 ff.
 - Dominian Companies Act 1934 (CA) 86 f.
 - Einheitliche europäische Akte 175
 - Gesellschaftsrechtsrichtlinie, dritte, fünfte 174 f.
 - Gewinnabschöpfung 84 ff., 98 ff., 113, 130 f.
 - Handelsverbot *siehe* Insiderverbot
 - Insider Trading & Fraud Enforcement Act 1988 (US) 142, 254
 - Insiderhandels-Richtlinien (DE) 85 f., 130 f., 150 f.
 - Kommissionsempfehlung 1977 173 ff.
 - Lag om registrering av aktieinnehav 1971 (SE) 85
 - Leerverkaufsverbot 83, 86 f.
 - Loi 88-70 sur les bourses de valeurs (FR) 137
 - Lov om Københavns Fondsbørs 1986 (DK) 90, 183
 - Manipulationsverbot *siehe* Pooling
 - Ordonnance 67-833 (FR) 85 ff., 114 f., 129 f., 162 ff., 173
 - Registerlösung *siehe* Transparenz
 - Rule 10b-5 88 ff., 109 ff., 127 ff., 151 ff.
 - Securities Exchange Act 1934 (US) 83 ff., 89 ff.
 - *Societas Europaea* 85 f., 172
 - Takeover Panel 134, 165 f.
 - Transparenz 83 ff.
- Insiderverbot
 - Corporate Governance 101, 112 f., 123 f.
 - gegen Manipulation 109 ff.
 - gegen Spekulation 86 f., 116 ff., 140 ff.
 - *misappropriation theory* 162, 168, 177
 - Preiseffizienz 127 ff.
 - Treuepflicht 91 f., 97 ff.
 - vorvertragliche Pflichten 93 ff.
- Investorenvertrauen *siehe* Marktintegrität
- IOSCO 14 f.
- IPO 6
- Kapitalmarkt
 - Begriff 1 ff., 65 ff.
 - Primärmarkt 71 ff.
 - Sekundärmarkt 75 ff., 106 f., 223
- Kapitalmarktunion 5 ff., 172
- Keynes, J. Maynard* 104 f., 124
- Klöhn, Lars* 57
- KMU 6, 8, 12, 262
- KMU-Wachstumsmarkt 7, 12, 262
- Komitologie *siehe* Lamfalussy-Verfahren
- Konzessionssystem 69 ff.
- Kronman, Anthony* 147 f.
- Laffer, Arthur* 141, 147
- Lafonta, Rs.* 32 ff., 41, 127 f.
- Lamfalussy-Verfahren* 191, 207 ff.
- least cost information provider* *siehe* *cheapest cost avoider*
- Leerverkäufe *siehe* *short sales*
- Léger, Philippe* 217
- level playing field* *siehe* Arbitrage, regulatorische
- List v. Fashion Park* 114, 254 f.
- Loss, Louis* 153
- Manfredi, Rs.* 217
- Manne, Henry* 121 ff.
- margin trading* 81 ff.
- market maker* 106 f.
- Marktegalitarismus *siehe* Informationsparität
- Marktintegrität
 - als Preiseffizienz 120 ff., 147 ff.
 - als Preiskontinuität 106 ff., 140 f.
 - Begriff 61 f., 77 ff., 102 ff., 168, 176, 191, 201 f., 258, 261
- Marktmanipulation 10, 191, 207 f., 233 f., 237 f.
- Marktpreisbildung *siehe* Marktintegrität

- Marktteilnehmer, professionelle 54 ff.,
 138 ff., 142 ff., 149 ff., 160 ff., 179 ff.,
 184 ff., 193 ff., 206 f., 214 ff., 250 f.
 Marktverhaltensregulierung 78 ff.
Means, Gardiner 68
MEL, Rs. 232 ff.
Mendelsohn, Morris 256
merit regulation 71
Meta Fackler, Rs. 217
 MiFID 7 f.
minority rule siehe special facts-Doktrin
misappropriation theory siehe Insider-
 regulierung
Mises, Ludwig von 77, 124
misuse of information 192, 198 ff., 212
 MTF 7, 9 ff., 15, 262
- National Bank of Greece, Rs.* 28
New Deal 74 ff., 102, 158
Nixon, Richard 158
 Normativsystem 71
- Offenlegungsverbot
 – Ad-hoc-Publizität 241 f., 252 f., 257 ff.
 – ASX Listing Rules 252, 257 f.
 – Business Judgment siehe Aufschub der
 Veröffentlichung, *Business Judgment*
 – Corporate Securities (Insider Dealing) Act
 1985 (UK) 178, 185 ff.
 – Corporations Act 1989/1991 (AU) 202 ff.
 – Criminal Justice Act 1993 (UK) 196 f.
 – Financial Services and Markets Act 2000
 (UK) 204 f.
 – Informationskette 184 f.
 – Insiderhandelsrichtlinien 1970 (DE) 136 f.
 – Insiderrichtlinie 178, 185 ff.
 – Ordonnance 67-833 (FR) 136 ff., 178, 185
 – Regulation FD 162, 224 f., 249 ff.
 – Rule 10b-5 135 f., 157
 Öffentlichkeit
 – als Veröffentlichung siehe materielle
 – Analysen siehe öffentlich verfügbare
 Angaben
 – *announceable information* 200, 202 f.
 – Bereichs- 54 f., 187 f., 195, 203
 – Bewertungen siehe öffentlich verfügbare
 Angaben
 – breite 54 f., 129 f., 151 f., 188 f., 247
 – Companies Bill 1973/1978, Companies
 Act 1980, Corporate Securities (Insider
 Dealing) Act 1985, Criminal Justice Act
 1993 (UK) 166 ff.
 – Corporations Act 1989/1991 (AU) 202 f.
 – Criminal Justice Act 1993 (UK) 196 f.
 – *disclosable information* 200, 202 f.
 – Financial Services and Markets Act 2000
 (UK) 199 f., 204 f., 216
 – formelle 56 f., 166 f., 179 ff., 196 f.,
 203 ff., 211, 214 ff., 246 f.
 – *general availability* siehe formelle
 – Insiderhandelskonvention (Europarat)
 181
 – Insider-RL 179 ff.
 – legaler Zugang siehe formelle
 – Marktmissbrauchsrichtlinie, -verordnung
 52 ff., 209 ff.
 – materielle 55 f., 60, 151 f., 179 ff., 188,
 196, 199, 210 f., 214, 216, 247
 – öffentlich verfügbare Angaben 58 f., 153,
 181 f., 187, 199 f., 205, 211, 216
 – Ordonnance 67-833 (FR) 129, 163
 – Rule 10b-5 135 f., 151 f.
 – Vertraulichkeit 131, 159, 167 f., 180 f.,
 185, 193 f.
 – Wartefrist 188 f., 197, 202 f., 213 f.
Oliver v. Oliver 93 f.
OMV, Rs. 29, 32
one size fits all 16, 262 f.
 OTF 10, 262
- Pechiney-Triangle-Affäre* 137
Pecora, Ferdinand 81, 84
Peloso, John 133
pooling 81 ff., 87 f., 111 ff., 137, 221
Powell, Lewis 158 ff.
principles-based regulation 199 ff., 207
promoter problem siehe Einbringegesell-
 schaften
 Prospektpflicht
 – Bekanntmachung des Reichskanzlers
 (DE) 1910 73
 – Börsengesetz 1896 (DE) 71 f.
 – Companies Act 1867/1900/1929 (GB)
 71 ff.
 – Entwicklung 71 ff.
 – Loi de finances 1907 (FR) 71 f.

- Prospekttrichtlinie 8
- Prospektverordnung 7, 262
- Securities Act 1933 (US) 74 f., 77 f.
- Publizität, freiwillige *siehe signaling theory*
- purchase price loading siehe* Einbringengesellschaften

- R. v. Firns, Rs.* 203 f.
- R. v. Fisher, Rs.* 194
- R. v. Kean and Floyd, Rs.* 194 f.
- random walk siehe* Effizienzmarkthypothese
- RBI/RZB, Rs.* 28 f.
- Realitätsgrundsatz 21
- reasonable person test siehe half-truth*
- Rechtsformwettbewerb *siehe* Arbitrage, regulatorische
- Regelpublizität
 - als Mittel zur Agenturkostenreduktion 223 f., 236 ff., 263
 - Australien 226
 - Entwicklung 79 f.
 - *forward looking information* 107 f., 141 f.
 - Prognosen *siehe forward looking information*
 - Transparenzrichtlinie 8, 13 f., 19, 225, 261 f.
 - USA220 ff.
- regular user test siehe misuse of information*
- Ripley, William* 76
- Roosevelt, Franklin D.* 74 f., 158
- Roosevelt, Theodore* 82
- Ross, Stephen* 144

- Saint-Guilhem, Rs.* 138
- scalping* 82
- Schadenersatz 97 ff., 117, 121 ff., 254 ff.
- Schumpeter, Joseph* 1
- SEC v. Bausch & Lomb* 153

- SEC v. Capital Gains Research Bureau* 116, 158 f.
- SEC v. Texas Gulf Sulphur* 117 ff., 121 ff., 127 f., 134 f., 173, 244
- Segré-Bericht* 172 ff.
- selective disclosure siehe* Offenlegungsverbot
- separation of ownership and control* 68, 82 f.
- short blanket-Problem* 33 f., 39
- short sales* 81 ff.
- short swing profits siehe* Insiderregulierung, Gewinnabschöpfung
- Sicherstellungshaftung 260
- signalling theory* 144 ff., 167 f., 220 f., 248
- single notion siehe* einheitliche Anknüpfung
- Smith, Adam* 67
- Smith, Richard* 161
- special facts-Doktrin* 93 ff., 110 f.
- specialist siehe* Market Maker
- Speed v. Transamerica Corp.* 95 f.
- Spekulation 29 f., 86 f., 103 ff., 118 ff., 122 f.
- spoofing* 82
- Stigler, George* 124 f.
- Strong v. Repide* 93
- Super de Boer, Rs.* 259 f.

- Telser, Lester* 125
- Thel, Steven* 79
- Tyson Parkethandel, Rs.* 217 f.

- unknown unknown* 222 ff., 245 f.

- venire contra factum proprium* 237 f.
- Verbund, Rs.* 27 f., 34
- Vollharmonisierung 17

- Weitergabeverbot *siehe* Offenlegungsverbot
- Wheat-Report* 223