

# Inhaltsverzeichnis

§ 1	Einleitung	17
§ 2	Der Aufbau der Kapitalmarktaufsicht	19
I.	Der institutionelle Aufbau der BaFin	19
1.	Die BaFin als Allfinanzbehörde	19
2.	Binnenorganisation	21
3.	Personalstruktur und Vergütung der Mitarbeiter	22
4.	Finanzierung	23
5.	Das Verhältnis zur Börsenaufsicht der Länder	24
II.	Die ESMA als Wächter über die BaFin	25
1.	Die ESMA als Element des neuen europäischen Finanzmarktaufsichtssystems	25
2.	Die ESMA als Rechtssetzungsinstitution	27
a)	Beratung der Kommission bei ihrer delegierten Rechtssetzung	28
b)	Leitlinien und Empfehlungen	28
c)	Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards	29
aa)	Technische Durchführungsstandards	29
bb)	Technische Regulierungsstandards	29
3.	Die Überwachungsmittel der ESMA gegenüber der BaFin	31
a)	Befugnisse bei Verstößen gegen das EU-Recht	32
b)	Befugnisse in Streit- oder Krisenfällen	33
aa)	»Krisenfälle«	33
bb)	»Streitfälle« zwischen mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden	33
cc)	Nationale Haushaltsautonomie als Grenze der ESMA-Befugnisse	34
c)	Kontrollmittel	34
III.	Zwischenfazit	35
§ 3	Zielvorgaben für die Kapitalmarktaufsicht	36
I.	Ausgangspunkt	36
1.	Gesetzgeberische Zielvorgaben	36
2.	Selbstverständnis der BaFin	37
II.	Konkretisierung der Anforderungen an eine Kapitalmarktaufsicht	37
1.	Volkswirtschaftliche Bedeutung der Kapitalmarktaufsicht	38

2.	Geschwindigkeit des Kapitalmarktgeschehens	39
3.	Komplexität der Kapitalmärkte	39
	a) Internationalisierung der Kapitalmärkte	40
	b) Hoher Ressourceneinsatz durch die Aufsichtsobjekte	41
	c) Innovationskraft der Aufsichtsobjekte	42
4.	Rechtssicherheit für die Aufsichtsobjekte	43
5.	Internationaler Wettbewerb der Aufsichtsbehörden	45
	a) Wahlmöglichkeiten als Triebfedern von Wettbewerb	45
	b) Ausfall des materiellen Rechts als Parameter im Wettbewerb der Finanzplätze	47
6.	Zusammenfassung des Anforderungsprofils	48
§ 4	Die Rechtssetzungs- und Rechtsdurchsetzungsbefugnisse der BaFin <i>de lege lata</i>	50
I.	Rechtssetzung und Rechtsdurchsetzung – zwei Ebenen der Aufsicht	50
II.	Die Rechtssetzungsbefugnisse der BaFin	52
	1. Rechtsverordnungen	52
	2. »Richtlinien« i.S.v. §§ 29, 35 Abs. 4 WpHG	52
	a) Dogmatische Einordnung	53
	aa) Richtlinien als »verordnungähnliche« Rechtssätze mit Außenwirkung?	53
	bb) Richtlinien auf der Grundlage des WpHG als normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften?	54
	(1) Die Dogmatik normkonkretisierender Verwaltungsvorschriften	55
	(2) Übertragbarkeit auf die Richtlinien der BaFin?	56
	b) Schlussfolgerungen: Rechtsnatur und Rechtswirkungen der Richtlinien nach §§ 29, 35 Abs. 4 WpHG	58
	3. Informelles Verwaltungshandeln	59
	a) Rundschreiben und Verlautbarungen	60
	b) Der Emittentenleitfaden	60
	c) Rechtswirkungen informeller Normen	62
	aa) Auswirkungen auf das zivilrechtliche Verschulden	62
	bb) Auswirkungen auf das Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht	65
	4. »Normsetzung« durch Allgemeinverfügungen	67
	a) Grundlagen	67
	b) Die Rechtslage vor dem In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte	68
	aa) Zutreffende Einordnung als Allgemeinverfügungen?	70
	(1) Vorgehen der österreichischen <i>Finanzmarktaufsicht</i>	71

(2) Bestimmbarkeit des Adressatenkreises	71
(3) Räumliche und zeitliche Geltung	71
(4) Konkretetheit des Sachverhalts	72
bb) Zwischenergebnis und Rechtsfolgen	75
c) Auswirkungen des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte	75
aa) Gegenstand der gesetzgeberischen Reform	75
bb) Zulässigkeit von Allgemeinverfügungen auf der Grundlage des neuen § 4 a WpHG	76
d) Zusammenfassung	77
5. Zwischenfazit	78
III. Die Rechtsdurchsetzungsbefugnisse der BaFin	78
1. Die BaFin im Spannungsfeld zwischen präventiven und repressiven Handeln	78
2. Verwaltungsrechtliche Eingriffsbefugnisse	79
a) Informelles Verwaltungshandeln	79
b) Befugnisse zur Sachverhaltsaufklärung	80
aa) Informationsquellen der BaFin	80
bb) Spezialbefugnisse	81
c) Die Generalklausel des § 4 Abs. 3 WpHG	81
aa) Konkretisierung des Begriffes der »Anhaltspunkte« i.S.d. § 4 Abs. 3 WpHG	82
bb) Grenzen der Informationsrechte	83
cc) Durchsetzung der Informationsrechte	84
d) Ordnungsrechtliche Befugnisse	85
aa) Spezialermächtigungen	85
bb) Die Generalklauseln des WpHG	85
(1) Missstandsaufsicht nach § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG	86
(2) § 4 a Abs. 1 S. 1 WpHG als »neue« Generalklausel zur Missstands-beseitigung und -verhinderung	97
(3) Durchsetzung der Ge- und Verbote des WpHG nach § 4 Abs. 2 S. 1 WpHG	100
(4) Systematik der drei aufsichtsrechtlichen Generalklauseln	101
(5) »Anordnungen« als Rechtsfolge der drei Generalklauseln	102
cc) Durchsetzbarkeit der Anordnungen	103
e) Verwaltungsrechtliche Befugnisse mit begleitendem Sanktionscharakter	104
aa) §§ 35, 36 KWG und § 37 k WpHG	104
bb) Veröffentlichung der Anordnungen nach § 40 b WpHG auf der Internetseite der BaFin (»naming and shaming«)	104
(1) § 40 b S. 1 WpHG	105
(2) § 40 b S. 2 WpHG	106

cc)	Einfrieren von Vermögen oder vorläufige Berufsverbote aufgrund europarechtskonformer Auslegung?	110
f)	Zwischenfazit	111
3.	Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Seite der Rechtsdurchsetzung	112
a)	Die BaFin als Bußgeldbehörde	112
b)	Interaktion von BaFin und Staatsanwaltschaften	114
c)	Zwischenfazit	116
IV.	Rechtsschutz und Amtshaftung	116
1.	Rechtsschutz gegenüber der BaFin	116
a)	Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz	116
b)	Rechtsschutz gegen Bußgeldbescheide	117
2.	Haftung der BaFin	117
§ 5	Rechtstatsächliche Erkenntnisse	119
I.	Ebene der Rechtssetzung	119
1.	Rechtsverordnungen	119
2.	Richtlinien i.S.d. §§ 29, 35 Abs. 4 WpHG	121
3.	Informelle Normsetzung	122
II.	Ebene der Rechtsdurchsetzung	123
1.	Verwaltungsrechtliche Befugnisse	124
a)	Generalklauseln des WpHG	124
b)	Maßnahmen nach §§ 35, 36 KWG und § 40 b WpHG	124
2.	Bußgeldverfahren und Einbindung der BaFin in die strafrechtliche Rechtsdurchsetzung	125
a)	Insiderverstöße, § 15 WpHG	125
b)	Marktmanipulation, § 20 a WpHG	126
c)	Verstöße gegen die Mitteilungspflichten der §§ 21 ff. WpHG	126
d)	Ermittlung der Bußgeldhöhe	126
e)	Bloße Belehrungen bei Verstößen gegen das WpHG	127
III.	Kommunikation mit den Marktteilnehmern	127
1.	Methodisches Problem	127
2.	Ebene der Rechtssetzung	128
3.	Ebene der Rechtsdurchsetzung	128
IV.	Zwischenfazit	129
§ 6	Ansatzpunkte für Reformen	131
I.	Ebene der Rechtssetzung	131
1.	Kritikpunkte an der geltenden Rechtslage	131
a)	Systematische Inkohärenz	131

b)	Mangelnde Schlagkraft informeller Normen	132
c)	Zurückbleiben hinter internationalen Standards	133
d)	Notwendigkeit der Abstimmung mit der ESMA	134
2.	Das Verbot bestimmter Leerverkäufe und <i>credit default swaps</i> als Musterbeispiel zur Begründung des rechtspolitischen Reformbedarfs	135
a)	Ausgangslage und Handeln der BaFin	136
b)	Schlussfolgerung	136
3.	Fazit	137
II.	Ebene der Rechtsdurchsetzung	138
1.	Kritikpunkte an der geltenden Rechtslage	138
a)	Abschreckungswirkung der Sanktionsinstrumente	138
aa)	Höhe der Bußgeldrahmen	138
bb)	Flankierende »verwaltungsrechtliche Sanktionsmittel«	141
cc)	Zwischenergebnis	141
b)	Leistungsfähigkeit der ordnungsrechtlichen Eingriffsbefugnisse der BaFin	142
aa)	Unübersichtliche Regelungstechnik	142
bb)	Rechtstatsächliche Perspektive	142
cc)	Flexibilität der Generalklauseln des WpHG	143
dd)	Der Fall <i>Continental/Schaeffler</i> als Musterbeispiel für Reformbedarf in Bezug auf die Generalklauseln des WpHG	144
(1)	Funktionsweise des verdeckten Beteiligungsaufbaus mittels <i>cash settled equity swaps</i>	145
(2)	Rechtliche Bewertung	146
ee)	Zwischenergebnis	150
2.	Fazit	151
III.	Zusammenfassung	151
§ 7	Befunde aus der anglo-amerikanischen Kapitalmarktaufsicht	152
I.	Spektrum der rechtsvergleichenden Betrachtungen	152
II.	Die Normsetzungsbefugnisse von FSA und SEC	153
1.	Normsetzungsbefugnisse der FSA	153
a)	Verbindliche Rechtsnormen	154
aa)	<i>Rules</i>	154
(1)	<i>Specific rule making power</i>	154
(2)	<i>General rule making power</i>	154
(3)	<i>Listing rules</i>	155
bb)	<i>Statements of principle</i>	156
cc)	<i>Endorsement of codes</i>	156
dd)	Folgen von Verstößen gegen diese Rechtssätze	157

b)	Nicht verbindliche Normen	158
aa)	<i>General guidance</i>	158
bb)	<i>Statements of policy</i>	158
c)	Fazit	159
2.	Normsetzungsbefugnisse der SEC	159
a)	Verbindliche Rechtsnormen	160
b)	Einfluss der SEC auf die Börsenregeln	162
c)	Unverbindliche Normen	162
3.	Fazit und Vergleich zur BaFin	163
III.	Die principles-based regulation der FSA im Vereinigten Königreich	164
1.	Historie	164
2.	Ausgestaltung der <i>principles-based regulation</i> der FSA	165
a)	Differenzierung nach Aufsichtsobjekten	165
b)	Verhältnis zum europäischen Kapitalmarktrecht	166
c)	Rechtsgrundlage der Prinzipien	167
aa)	Prinzipien für das Verhalten von Finanzintermediären	167
bb)	Prinzipien für das Verhalten von Emittenten von Aktien	168
d)	Folgen des prinzipienorientierten Ansatzes für die Aufsichtspraxis der FSA	169
aa)	Kommunikation zwischen Aufsicht und Aufsichts- objekten als Element der <i>principles-based regulation</i>	169
bb)	Der <i>risk-based approach</i> als Element des <i>principles-based approach</i>	171
cc)	Sanktionen bei Verletzung der principles	171
(1)	Konkurrenzverhältnis zwischen <i>principles</i> und den anderen <i>rules</i> der FSA sowie dem FSMA	172
(2)	Arsenal an Sanktionsmitteln	172
(3)	Betonung der Sanktionierung auf der Grundlage von Prinzipienverletzungen	173
3.	Prinzipienorientierte Ansätze außerhalb des Vereinigten Königreiches	174
4.	Fazit und Vergleich zur BaFin	175
IV.	Die <i>high enforcement intensity</i> der SEC in den USA	176
1.	Sanktionsbefugnisse der SEC	178
a)	Verwaltungsverfahren	179
aa)	Bußgelder	179
bb)	Untersagungsverfügungen und Tätigkeitsverbote	180
cc)	<i>Public censure</i>	181
b)	Gerichtliches Verfahren	181
aa)	Geldbußen	181
bb)	Weitere Sanktionsmittel	182
c)	Strafverfahren	183
2.	Empirische Erkenntnisse zur Rechtsdurchsetzung der SEC und ihr Vergleich mit der FSA sowie der BaFin	184

a)	Der Begriff der <i>enforcement intensity</i>	184
aa)	Begriffselemente	185
bb)	Problemfelder in Bezug auf die Datenbasis	185
b)	<i>Enforcement input</i>	186
aa)	Aufsichtskosten	186
bb)	Anteil der Rechtsdurchsetzungsebene an den Aufsichtskosten	186
cc)	Zwischenergebnis	187
c)	<i>Enforcement output</i>	187
aa)	Anzahl der mit einer Sanktion abgeschlossenen Verfahren	188
bb)	Höhe der verhängten Sanktionen	189
(1)	Vergleich zwischen SEC und FSA	189
(2)	Einzelfälle	189
(3)	Vergleich zur BaFin	190
(4)	Zwischenfazit	191
d)	Rechtliche Mittel der SEC zur Erreichung der Aufsichtsentensität	191
aa)	<i>Disgorgement orders</i>	191
bb)	<i>Consent decrees</i>	192
3.	Konvergenzbewegung im Vereinigten Königreich	192
4.	Fazit und Vergleich zur BaFin	193
§ 8	Analyse des rechtsvergleichenden Anschauungsmaterials	194
I.	Die rule making power von SEC und FSA	194
1.	Funktionen und Problemfelder exekutiver Normsetzung	194
a)	Funktionen exekutiver Normsetzung	195
b)	Problemfelder exekutiver Normsetzung	197
aa)	Demokratische Legitimation und Durchbrechung der Gewaltenteilung	197
bb)	Gefahr einer <i>agency capture</i>	197
2.	Schlussfolgerungen für das deutsche Kapitalmarktaufsichtsrecht	198
a)	Bedarf für exekutive Normsetzung in der Kapitalmarktaufsicht	198
aa)	Überlegener Sachverstand der Exekutive	198
bb)	Beschleunigung und Flexibilisierung der Rechtssetzung	199
b)	BaFin oder BMF als Normsetzungsinstitution?	202
aa)	Ein Ansprechpartner für die Marktteilnehmer	202
bb)	Überlegender Sachverstand der BaFin	203
cc)	Aufsicht als Wettbewerbsfaktor für den Finanzplatz	203
dd)	Die BaFin als Kooperationspartner der ESMA	204
3.	Fazit	205
II.	Die <i>principles-based regulation</i> der FSA	205

1.	»Prinzipien vs. Regeln« – eine grundlegende Diskussion in der Gesetzgebungslehre	205
a)	Begriffsverständnis von »Prinzipien« und »Regeln«	205
b)	Abgrenzung zwischen Prinzipien und Generalklauseln	207
c)	Stellung von Prinzipien in der Rechtsordnung	208
2.	Vorzüge und Problemfelder einer prinzipienorientierten Normstruktur	210
a)	Vorzüge von Prinzipien gegenüber Regeln	210
b)	Problemfelder beim Einsatz von Prinzipien	212
c)	Rechtsökonomische Perspektive	213
3.	Schlussfolgerungen für das deutsche Kapitalmarktaufsichtsrecht	214
III.	Die <i>high enforcement intensity</i> der SEC	216
1.	Normative Bewertung	216
2.	Quantitative Analyse	217
a)	Bewertungsprämien bei einem Zweitlisting in den USA als Ansatzpunkt für quantitative Betrachtungen	218
b)	Schlussfolgerungen von <i>Coffee</i>	219
c)	Bedenken	219
3.	Schlussfolgerungen	221
§ 9	Die Kapitalmarktaufsicht durch die BaFin <i>de lege ferenda</i>	222
I.	Flexibilisierung der ordnungsrechtlichen Eingriffsbefugnisse	222
1.	Verfassungsrechtliche Hindernisse	222
2.	Vorschlag <i>de lege ferenda</i>	223
a)	Die Missstandsklausel des § 4 WpHG als Ansatzpunkt für eine prinzipienorientierte Aufsicht	223
b)	Definition des Missstandsbegriffes und Abschaffung des § 4 a WpHG	224
c)	Rechtsfolgen	225
3.	Beispielhafte Anwendung des Vorschlages auf das Problemfeld des verdeckten Beteiligungsaufbaus	225
a)	Tauglichkeit zur Erfassung eines verdeckten Beteiligungsaufbaus	226
b)	Gesetzgeberische Entwicklung: § 25 a WpHG	227
c)	Verhältnis des hier unterbreiteten Vorschlages zu § 25 a WpHG	228
d)	Ähnliche Ansätze ausländischen Rechtsordnungen	230
4.	Bedenken	231
a)	Übermacht der Aufsichtsbehörde	231
b)	Gefahr einer <i>agency capture</i>	233
c)	Fehlende Rechtssicherheit und <i>principles paradox</i>	233
d)	<i>Gold plating</i> des europäischen Kapitalmarktrechts	236

e)	Ausstrahlungswirkungen der Aufsichtsprinzipien auf die Normen des WpHG	237
f)	Vereinbarkeit mit dem verfassungsmäßigem Bestimmtheitsgrundsatz	238
5.	Zusammenfassung	242
II.	Stärkung der Abschreckungsinstrumente	243
1.	Verfassungsrechtliche Hindernisse	243
2.	Vorschlag <i>de lege ferenda</i>	243
a)	Gesetzgeberische Maßnahmen	244
aa)	Erhöhung der Bußgeldrahmen und Einführung von Mindestbußgeldern	244
bb)	Stärkung der Gewinnabschöpfungsmöglichkeiten	244
cc)	Stärkung des § 40 b WpHG	245
dd)	Weitere Eingriffsmittel?	247
b)	Kommunikation mit den Marktteilnehmern	248
3.	Zusammenfassung	248
III.	Ausweitung der Normsetzungsbefugnisse	249
1.	Verfassungsrechtliche Hindernisse	249
2.	Vorschlag <i>de lege ferenda</i>	250
a)	Ausweitung der Spezialermächtigungen zum Erlass von Rechtsverordnungen	250
aa)	Übertragung der bestehenden Verordnungsgebungsbefugnisse auf die BaFin	250
bb)	Transformation der Richtlinien in Rechtsverordnungen	250
cc)	Schaffung weiterer spezieller Verordnungsgebungsbefugnisse	251
b)	Einführung einer Ermächtigung zum Erlass von Missstandsverordnungen	252
aa)	Kassationsrecht des <i>Deutschen Bundestages</i>	253
bb)	Berichtspflicht nach dem Vorbild von § 4 a Abs. 4 WpHG	254
cc)	Anwendung auf die Regulierung von Leerverkäufen und <i>credit default swaps</i>	255
3.	Bedenken	255
a)	Ressourcen der BaFin	255
b)	Vereinbarkeit mit dem Grundgesetz	256
aa)	Kassationsvorbehalt	256
bb)	Bestimmtheitstrias des Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG	256
(1)	Die Bestimmtheitstrias in der Rechtsprechung des <i>Bundesverfassungsgerichts</i>	257
(2)	Schlussfolgerungen	258
cc)	Wesentlichkeitstheorie des <i>Bundesverfassungsgerichts</i>	260
4.	Zusammenfassung	261

IV. Formulierungsvorschläge für eine konzeptionelle Neuausrichtung des WpHG <i>de lege ferenda</i>	262
§ 10 Ausblick und Resümee	265
<u>Annex</u> : English Short Summary	270
Literaturverzeichnis	273
Stellungnahmen im Gesetzgebungsverfahren	302
Berichte von Expertenkommissionen	303