

# I. Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht

## A. Zum Begriff des Kapitalmarktes

### 1. Einleitung

Die tragende Bedeutung des Kapitalmarktes für Investitionsentscheidungen und das Wachstum einer Volkswirtschaft ist unbestritten;<sup>1</sup> der Kapitalmarkt wird als Ort der Verlagerung von Risiken und des Tausches gegenwärtigen Kapitals gegen künftiges Kapital verstanden.<sup>2</sup> Aus ökonomischer Sicht wird der Kapitalmarkt sowohl als institutionelles Phänomen als auch – in materieller Hinsicht – als Marktprozess verstanden: Zum Kapitalmarkt im weiteren Sinn werden demnach sämtliche Institutionen und Organisationen gezählt, „die entweder zwischen anlagesuchenden Sparern und kapitalsuchenden Unternehmen direkte Beziehungen vermitteln oder die Transformation von Geldersparnisse in Investitionskapital in eigener Regie vornehmen“.<sup>3</sup> Auf dem Kapitalmarkt würden „Bündel von Ansprüchen auf die künftigen Einnahmen aus dem Unternehmensgeschehen gehandelt“.<sup>4</sup>

Die bereits in den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts konstatierten Rahmenbedingungen der internationalen Kapitalmarkt- und Börsenentwicklung<sup>5</sup> lassen sich durch folgende Schlagwörter umreißen:<sup>6</sup>

- Institutionalisierung der Märkte und Marktteilnehmer,
- Globalisierung der Mittelanlage und Mittelaufnahme,<sup>7</sup>
- durch Informations- und Kommunikationstechnologie beschleunigte Reaktionsgeschwindigkeit der Marktteilnehmer,<sup>8</sup>
- (De-)Regulierung und verbesserte Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage,
- Computerbörsen und proprietäre Transaktionssysteme als neue Wettbewerber,
- Intensivierung des Börsenwettbewerbs auf nationaler und internationaler Ebene.

In einer soziologisch geprägten Betrachtung werden Märkte als „Arenen sozialen Handelns“ begriffen.<sup>9</sup> Die dargestellten Entwicklungstendenzen im Kapital-

1 Vgl etwa von Rosen, FS Hamburger Börse 216 ff. Zur Bedeutung des Kapitalmarktes für das Wirtschaftswachstum Streissler, WipolBl 1994, 516 ff.

2 Bumke, DV 2008, 230 f.

3 Loistl, Kapitalmarkttheorie 5.

4 Loistl, Kapitalmarkttheorie 6.

5 S auch den instruktiven Überblick von Nobel/Zimmermann, SZW 2011, 511 ff zu Entwicklung und Struktur von Effektenmärkten.

6 Rudolph/Röhl in Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform 147.

7 Zu Internationalisierungstendenzen im Finanzmarktrecht etwa Müller/Staub, SZW 2011, 20 ff.

8 Zur Automatisierung der Wertpapiermärkte bereits Kretschmer, ÖBA 1992, 716 ff, der die Regelungsbereiche der Handelssysteme, der Geschäftsabwicklungssysteme, der Marktinformationssysteme, der Marktüberwachungssysteme und der Verbindungssysteme zu anderen Börseplätzen unterscheidet.

9 Aspers/Beckert in Maurer, Handbuch der Wirtschaftssoziologie 225.

marktbereich, insbesondere die Globalisierung von Finanzmärkten und die Entkoppelung der Finanzmarktaktivitäten von der Realökonomie, haben aus systemtheoretischer Sicht zum Befund geführt, dass Finanzmärkte „ein Paradebeispiel gesellschaftlicher Teilsysteme“ seien, „die nur noch ihrer eigenen Operationslogik folgen und aus dem Bereich national staatlich begrenzter Politik in eine Welt globaler Transaktionen fliehen“.<sup>10</sup> Gleichzeitig wird eine „Einhegung durch Verrechtlichung von Marktaktivitäten“ beobachtet, welche das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsweise und damit den Fortbestand des globalisierten Finanzmarkts stärken sollte.<sup>11</sup> Diese allgemeine Umschreibung von Funktion und Bedeutungsgehalt des Kapitalmarkts bedarf der Vertiefung bzw. Auffächerung:

Vorauszuschicken ist, dass der Begriff des Kapitalmarktes als solcher kein ausdrücklich vorgeprägter Rechtsbegriff ist.<sup>12</sup> Der normative Befund zeigt ein – vor allem auch durch die Wellen EU-rechtlicher Normsetzung geprägtes – uneinheitliches Bild, was den Begriff des Kapitalmarkts als Regelungs- und Aufsichtsansatz im engeren Sinn betrifft:

§ 13 Abs 1 FMABG, der sich mit der Einrichtung eines „Finanzmarktstabilitätsgremiums“ beim BMF zur Stärkung der Reduzierung des systemischen und prozyklisch wirkenden Risikos befasst, vermeidet die Verwendung des Begriffes „Kapitalmarkt“; stellt das Finanzmarktstabilitätsgremium Risiken im Finanzsektor fest, die eine nachteilige Rückwirkung auf die Finanzmarktstabilität haben können, hat es diese in Risikohinweisen zu adressieren (§ 13a Abs 1 FMABG).

Das KMG – welches den Begriff „Kapitalmarkt“ in seinem Namen trägt – enthält keine explizite Begriffsbildung des Kapitalmarkts; sein Anwendungsbereich ergibt sich im Wesentlichen aus der Umschreibung des öffentlichen Angebots (§ 1 Abs 1 Z 1 KMG): Dabei handelt es sich um eine „Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Bedingungen eines Angebots (oder einer Einladung zur Zeichnung) von Wertpapieren oder Veranlagungen und über die anzubietenden Wertpapiere oder Veranlagungen enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere oder den Kauf zu entscheiden. Diese Definition gilt auch für die Platzierung von Wertpapieren oder Veranlagungen durch Finanzintermediäre.“ Damit ist das für das KMG relevante Marktgeschehen umschrieben.

Das WAG nennt das volkswirtschaftliche Interesse an einem funktionsfähigen Kapitalmarkt neben den Interessen der Anleger als Aufsichts determinante (§ 91

---

10 Lütz in Maurer, Handbuch der Wirtschaftssoziologie 353.

11 Lütz in Maurer, Handbuch der Wirtschaftssoziologie 357.

12 Kumpel, Kapitalmarktrecht Rz 79 weist darauf hin, dass der Begriff des Kapitalmarktes nach dem deutschen Schrifttum „lange Zeit eines der unpräzisesten und erklärungsbedürftigsten Worte der deutschen Fach- und Alltagssprache“ war. Zu den Zweckmäßigkeitserwägungen bei der Bildung rechtswissenschaftlicher Begriffe Rill, Gliedstaatsverträge 3.

Abs 1 aE), enthält sich jedoch einer Begriffsbestimmung. Das BörseG spricht in der korrespondierenden Aufsichtsbestimmung des § 45 Abs 2 Satz 2 vom volkswirtschaftlichen Interesse an einem funktionsfähigen Börsewesen und vermeidet eine Auseinandersetzung mit einem Kapitalmarkt-begriff ebenso.

Hilfreich erscheinen jene Definitionsversuche, welche einerseits eine produktbezogene, andererseits eine handelsbezogene Betrachtung vornehmen.<sup>13</sup> Auf diese wird in der Folge näher eingegangen.

## 2. Produktbezogene Abgrenzung

Die produktbezogene Abgrenzung des Kapitalmarkts kann sich an die in einschlägigen Gesetzen, die traditionell dem Kapitalmarktrecht zugeordnet werden, enthaltenen Vertypungen von Kapitalmarktinstrumenten anlehnen, wodurch eine Art Gesamtschau von Kapitalanlagen gewonnen werden kann. Das BWG vertypt in § 1 Abs 1 Z 7 („*Handel auf eigene oder fremde Rechnung*“) eine Reihe von Bankgeschäften, unter denen der Handel „*mit Wertpapieren*“ als „*Effektengeschäft*“ (§ 1 Abs 1 Z 7 lit e BWG) und der Handel mit abgeleiteten Instrumenten (insbesondere § 1 Abs 1 Z 7 lit c, d und f BWG) hervorzuheben sind. Üblicherweise wird der nach § 1 Abs 1 Z 7 lit e BWG maßgebliche Effektenbegriff dem des § 1 Abs 1 DepG entnommen.<sup>14</sup> Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes sind Aktien, Zwischenscheine, Genussscheine, Wandelschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen, Teilschuldverschreibungen, Pfandbriefe, Kommunalschuldverschreibungen, Bankschuldverschreibungen, Kassenobligationen, Kassenscheine, Investmentzertifikate und sonstige Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind, sowie Nebenurkunden (Zins-, Gewinnanteil-, Erträgnis- und Erneuerungsscheine), nicht jedoch Papiergeld. Hierzu werden auch die in § 24 DepG erwähnten Anteile an Sammelurkunden und Bundesschuldbuchforderungen gezählt.

Das WAG bietet eine Begriffsbestimmung „*übertragbarer Wertpapiere*“ (§ 1 Z 4) und nennt in diesem Zusammenhang „*Gattungen von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsmitteln*“. Der Begriff des Kapitalmarkts wird freilich – wie erwähnt – als solcher nicht definiert. Eine demonstrative Aufzählung derartiger „*übertragbarer Wertpapiere*“ nennt zunächst den „Klassiker“ der Börse,<sup>15</sup> nämlich Aktien, daneben andere An-

13 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht § 2 Rz 66 ff; ähnlich *Kümpel*, Kapitalmarktrecht Rz 78 ff, der das begriffliche Defizit durch das Wertpapierhandelsgesetz des Jahres 1994 als beseitigt ansieht (aaO Rz 79), da diese Kodifikation eine „*präzise Begriffsbestimmung des Kapitalmarktes*“ ermögliche und mit diesem Gesetz auch die Rechtsgrundlage für die staatliche Überwachung des Kapitalmarktes geschaffen worden sei. *Kümpel* verfolgt damit ein primär institutionenorientiertes Verständnis des Kapitalmarkts.

14 Vgl die Nachweise bei *Oppitz* in *Apathy/Iro/Koziol*, Bankvertragsrecht VI Rz 2/3.

15 Begriff bei *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht § 2 Rz 67.

teile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind, sowie Aktienzertifikate (§ 1 Z 4 lit a WAG). Schuldverschreibungen oder andere verbrieftete Schuldtitel, einschließlich Zertifikate (Hinterlegungsscheine) für solche Wertpapiere sind in § 1 Z 4 lit b genannt. Die Generalklausel des § 1 Z 4 lit c WAG erfasst schließlich „*alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird*“. Das WAG bezieht in den Begriff der „*Finanzinstrumente*“ neben den übertragbaren Wertpapieren auch eine Reihe von Derivatprodukten (Optionen, Terminkontrakten) ein (§ 1 Z 6 lit d bis j WAG). Schließlich zählen auch Anteile an OGAW gemäß § 2 InvFG und Anteile an AIF gemäß § 2 Abs 1 Z 1 AIFMG, soweit es sich um einen offenen Typ nach § 1 Abs 2 Z 1 AIFMG handelt, zu den „*Finanzinstrumenten*“ (§ 1 Z 6 lit c WAG).

Ohne diese Differenzierung näher zu deuten, unterscheidet die *lex scripta* zwischen dem Kapitalmarkt und dem Geldmarkt; während der „*Kapitalmarkt*“ im Kontext mit dem Handel als Begriffsmerkmal der „*übertragbaren Wertpapiere*“ verstanden wird (§ 1 Z 4 WAG), werden „*Geldmarktinstrumente*“ als eigene Kategorie etabliert und in zirkelhafter Weise als Gattungen von Instrumenten beschrieben, die „*üblicherweise auf dem Geldmarkt*“ gehandelt werden (§ 1 Z 5 WAG; ähnlich § 70 Abs 1 InvFG). In demonstrativer Aufzählung werden Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate und *Commercial Papers* – mit Ausnahme von Zahlungsmitteln – genannt. Korrespondierend dazu findet sich im BWG der Begriff der „*Geldmarktinstrumente*“ in den allgemeinen Handelstatbestand integriert (§ 1 Abs 1 Z 7 lit b BWG).

Auch der Begriff des Geldmarktes ist gesetzlich nicht abschließend präzisiert oder definiert, sodass in diesem Zusammenhang auf ökonomische Vorprägungen zurückgegriffen werden muss.<sup>16</sup> Nach einer gängigen Definition wird mit dem Begriff des Geldmarktes vor allem der Handel unter Banken in Geldguthaben bezeichnet, die sie auf ihren Girokonten bei der Zentralbank unterhalten.<sup>17</sup> Da im Geldmarkt auch Forderungsrechte (Zahlungsansprüche) gehandelt werden, die wertpapiermäßig verbrieft sind,<sup>18</sup> ergeben sich aus technisch-struktureller Sicht kaum Unterschiede zu Schuldverschreibungen, die (auch) am Kapitalmarkt ge-

---

16 Zum Verweis von Rechtsbegriffen auf makroökonomische oder betriebswirtschaftliche Begriffe oder Prozesse als Charakteristikum des Wirtschaftsrechts vgl *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht 61 ff; im börserechtlichen Kontext ihm folgend *Oppitz*, Die Börse im System des öffentlichen Rechts 45 f.

17 *Kümpel*, Kapitalmarktrecht Rz 92 mit dem Hinweis, dass bei diesen Geldhandelsgeschäften die Kreditinstitute ihr nicht benötigtes Zentralbankgeld anderen Banken gegen eine marktgerechte Verzinsung überlassen, da die Zentralbank diese Guthaben – wenn überhaupt – nicht mit marktgerechten Zinsen verzinst.

18 *Kümpel*, Kapitalmarktrecht Rz 93.

handelt werden; insofern hilft zumindest vordergründig das ökonomische Vorverständnis weiter, dass für die Definition als Geldmarktinstrument eine kurze Laufzeit (von bis zu etwa einem Jahr) als charakteristisch empfunden wird.<sup>19</sup> Somit lässt sich sagen, dass der Kapitalmarkt der Anlage in Wertpapieren mit längeren Laufzeiten dient, während auf dem Geldmarkt Finanzierungsmittel auf kurze und kürzeste Fristen gehandelt werden.<sup>20</sup> Eine Präzisierung ist dem InvFG zu entnehmen, welches einen vierteiligen Kriterienkatalog aufstellt, bei welchem das Zutreffen von zumindest zwei Kriterien die Qualifikation als Geldmarktinstrument bewirken soll (§ 70 Abs 1 InvFG). Genannt werden zB eine Laufzeit von bis zu 397 Tagen bei Emission (§ 70 Abs 1 Z 1 InvFG) oder eine Restlaufzeit von bis zu 397 Tagen (§ 70 Abs 1 Z 2 InvFG).

Für die juristische Erfassung des Kapitalmarkts zeigt sich allerdings, dass das Abstellen auf Fristen bzw Laufzeiten von Finanzinstrumenten zu Wertungswidersprüchen führen würde; Finanzderivate,<sup>21</sup> die über kurze Laufzeiten – etwa von mehreren Monaten – verfügen können, sind wie gezeigt vom WAG erfasst; dies ist aufgrund des Risikogehalts derartiger Instrumente auch plausibel.<sup>22</sup> Die Bezüge zu Anleger- und Funktionsschutz lassen es geboten erscheinen, die Laufzeit von Instrumenten somit nicht als trennscharfes Abgrenzungskriterium heranzuziehen, wiewohl Einzelvorschriften laufzeitenbezogen differenzieren: So fallen Geldmarktinstrumente mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten nicht unter den für die Prospektspflicht maßgeblichen Wertpapierbegriff des KMG (§ 1 Abs 1 Z 4 leg cit),<sup>23</sup> während sie nach § 1 Z 6 lit b WAG den „Finanzinstrumenten“ zuzurechnen sind. In der Literatur wird daher zu Recht vorgeschlagen, primär an der Fungibilität von Finanzinstrumenten anzuknüpfen, was dem Phänomen der Herausbildung eines massenhaften institutionalisierten Handels Rechnung trägt.<sup>24</sup> Materiell fallen daher Sparbücher – mangels Vertretbarkeit – nicht in den Kreis der Kapitalmarktpapiere; ebenso wenig Papiere des Zahlungsverkehrs (Wechsel, Scheck).<sup>25</sup>

19 Vgl Karas/Träxler/Waldherr in Dellinger, BWG § 1 Rz 70. Kümpel, Kapitalmarktrecht Rz 93 spricht von einer „verhältnismäßig kurze[n] Laufzeit“, welche die Wertpapiere des Geldmarktes von den Schuldverschreibungen des Kapitalmarktes unterscheidet. Auch langfristige Anlagen mit kurzfristigen Zinsanpassungen werden allerdings zum Geldmarkt gerechnet: Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht § 2 Rz 84.

20 So Kümpel, Kapitalmarktrecht Rz 93. Stünkel, EG-Grundfreiheiten und Kapitalmärkte 34 weist allerdings zu Recht darauf hin, dass die Festsetzung der maßgeblichen Zeitdauer „in gewissem Umfang Willkürelemente“ beinhaltet.

21 Mitunter werden die Marktbegriffe derart differenziert, dass der Kapital- und Geldmarkt zusammen mit dem Devisen- und Derivatemarkt zum Finanzmarkt gezählt werden: Möller, Kapitalmarktaufsicht 26.

22 Zu Funktionen und Einsatz von Finanzderivaten allgemein Schüwer in Zerey, Finanzderivate § 1.

23 Sie werden vom KMG vielmehr den „Veranlagungen“ zugerechnet, jedoch nach § 1 Abs 1 Z 3 KMG von der Prospektspflicht befreit: Zib in Zib/Russ/Lorenz, KMG § 1 Rz 41.

24 Hopt, ZHR 141 (1977) 421 f; ihm folgend Elster, Europäisches Kapitalmarktrecht 1 f und Stünkel, EG-Grundfreiheiten und Kapitalmärkte 34 f.

25 Zum KMG ebenso Zib in Zib/Russ/Lorenz, KMG § 1 Rz 40.

Die produktbezogene Abgrenzung fortführend, lässt sich der Kapitalmarkt im engeren Sinn in einen Primär- und einen Sekundärmarkt differenzieren.<sup>26</sup> Es geht hierbei um die einzelnen Phasen des Handels einer Kapitalanlage; an die Begebung (Emission) schließt sich der Sekundärmarkt an, der typischerweise an organisierten Handelsplätzen wie Börsen stattfindet.<sup>27</sup> Der Primärmarkt lässt sich demgegenüber im Grunde nicht lokalisieren;<sup>28</sup> somit scheint es konsequent, dass die rechtliche Erfassung des Primärmarkts – also des öffentlichen Angebots von Wertpapieren bzw. Finanzinstrumenten – an der Platzierungstätigkeit innerhalb einer bestimmten Jurisdiktion ansetzt und auf das Angebot selbst gestaltend einwirkt, während das Recht des Sekundärmarktes einen tendenziell „institutionellen“ Einschlag aufweist, indem es die Tätigkeit von Handelsplätzen wie Börsen oder multilateralen Handelsfazilitäten regelt.

Unter dem Kapitalmarkt im weiteren Sinn wird der „graue Kapitalmarkt“ verstanden,<sup>29</sup> also ein Marktsegment, bei dem die Erzielung von Steuervorteilen im Mittelpunkt stand bzw. steht.<sup>30</sup> Als gebräuchlichste Formen nennen die Materialien zum KMG 1991 „Publikums-Kommanditgesellschaften, stille Beteiligungen und sogenannte Immobilienfonds in verschiedenen Rechtsformen“.<sup>31</sup> Der Gesetzgeber war bestrebt, derartige Phänomene auch aufgrund ihrer Sensibilität hinsichtlich des Anlegerschutzes – ein Sekundärmarkt für die Veranlagungen des grauen Kapitalmarkts ist in der Regel nicht gegeben – normativ zu erfassen; Ausdruck dieses Bemühens ist die Etablierung der „Veranlagungen“ in § 1 Abs 1 Z 3 KMG; in einer etwas umständlich gehaltenen Definition wird von Vermögensrechten gesprochen, „über die keine Wertpapiere ausgegeben werden, aus der direkten oder indirekten Investition von Kapital mehrerer Anleger auf deren gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko oder auf gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko mit dem Emittenten, sofern die Verwaltung des investierten Kapitals nicht durch die Anleger selbst erfolgt“. Unter Veranlagungen im Sinn des KMG werden auch bestimmte vertretbare, verbrieft Rechte verstanden, die nicht in § 1 Abs 1 Z 4 KMG genannt sind.<sup>32</sup>

---

26 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht § 2 Rz 70 ff; *Möller*, Kapitalmarktaufsicht 26 f. Synonym kann von einer Unterscheidung in den Emissionsmarkt einerseits und den Zirkulationsmarkt andererseits gesprochen werden.

27 *Kümpel*, Kapitalmarktrecht Rz 127 ff spricht von den „beiden Hauptsegmenten des Kapitalmarkts“. Zum Begriff des Sekundärmarktes auch *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht 3 f, dessen Monographie den Untertitel „Recht des Sekundärmarktes“ trägt.

28 *Kümpel*, Kapitalmarktrecht Rz 127, der auf die im Regelfall weit verstreuten Wohn- oder Geschäfts-sitze von Anlegern im In- und Ausland verweist.

29 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht § 2 Rz 73.

30 *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 1 Rz 25.

31 147 BlgNR 18. GP; zum Veranlagungsbegriff auch *Kalss/Oppitz*, ÖBA 1994, 357 ff.

32 Damit wollte der Gesetzgeber die Entstehung einer Anlegerschutzlücke verhindern, nachdem der Kreis der Wertpapiere durch die Übernahme der Wertpapierdefinition der Prospektrichtlinie (Art 2 Abs 1 lit a) gegenüber der Stammfassung des KMG reduziert wurde: *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz § 1 Rz 28. Geldmarktinstrumente mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten unterliegen nach ausdrücklicher gesetzlicher Anordnung (§ 1 Abs 1 Z 4 KMG) nicht der Prospektpflicht.

### 3. Handelsbezogene Abgrenzung

Die in der Literatur vertretene handelsbezogene Kategorisierung führt zur Unterscheidung zwischen organisierten und nicht organisierten Märkten.<sup>33</sup> Die traditionelle Unterscheidung knüpft einerseits am außerbörslichen OTC-Handel (*over the counter*-Handel), andererseits am Handel im Rahmen des geregelten (Börsen-)Marktes an.<sup>34</sup> Der Begriff des „geregelten Marktes“ – § 1 Z 8 WAG verweist dazu auf § 1 Abs 2 BörseG – ist einerseits durch inhaltliche, andererseits durch formale Kriterien gekennzeichnet: Zum einen muss es sich um ein von einem Börseunternehmen im Inland oder einem Marktbetreiber in einem Mitgliedstaat betriebenes oder verwaltetes multilaterales System handeln, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems nach nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt oder das Zusammenführen fördert, die zu einem Vertrag über Finanzinstrumente führt, die gemäß den Regeln und Systemen des Marktes zum Handel zugelassen wurden.<sup>35</sup> Neben diesem funktionalen Definitionszugang muss der geregelte Markt eine Konzession erhalten haben und „gemäß jenen Vorschriften des Herkunftsmitgliedstaates ordnungsgemäß funktionieren, die dem Titel III der Richtlinie 2004/39/EG entsprechen“ (§ 1 Abs 2 BörseG). Für Österreich werden in einer demonstrativen Aufzählung der amtliche Handel und der geregelte Freiverkehr als „geregelte Märkte“ bestimmt (§ 76 Abs 1 BörseG).<sup>36</sup>

Das WAG selbst verfolgt – je nach Regelungsgegenstand – einen differenzierenden Ansatz, was den marktbezogenen Anwendungsbereich betrifft: Zum einen ist das Leistungsspektrum von Wertpapierfirmen eng mit dem Begriff des „Finanzinstruments“ verbunden, wie die Aufzählung der Konzessionstatbestände in § 3 Abs 2 WAG zeigt. Der Begriff der „Finanzinstrumente“ ist wiederum breit gefächert (§ 1 Z 6 WAG enthält einen zehnteiligen Katalog). Dabei wird – in der Praxis von großer Bedeutung – zunächst (§ 1 Z 6 lit a WAG) auf „übertragbare Wertpapiere“ abgestellt, die wiederum als „Gattungen von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsmitteln“ umschrieben sind (§ 1 Z 4 WAG, der einen demonstrativen Katalog enthält). Das WAG knüpft daher hinsichtlich der Konzessionstatbestände und – darauf aufsetzend – in Bezug auf die Verpflichtungen gegenüber Kunden (insbesondere §§ 34 ff WAG) nicht an bestimmten öffentlich-rechtlich oder privatrechtlich vorgeprägten Marktsegmenten an, sondern allein an der oben bereits hervorgehobe-

33 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht § 2 Rz 75 ff; *Kümpel*, Kapitalmarktrecht Rz 85 ff zum unterschiedlichen Ausmaß der Marktorganisation; *Oppitz* in *Apathy/Iro/Koziol*, Bankvertragsrecht VI Rz 2/5 ff zur „Marktorganisation“; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht Rz 1/7 f.

34 Vgl die Nachweise bei *Oppitz* in *Apathy/Iro/Koziol*, Bankvertragsrecht VI Rz 2/5.

35 Dazu *Temmel* in *Temmel*, Börsengesetz § 1 Rz 17 ff.

36 Die Technik der demonstrativen Aufzählung („insbesondere“) in § 76 Abs 1 BörseG legt die Grundlage für die Möglichkeit der Schaffung weiterer geregelter Märkte, sofern diese die Voraussetzungen der MiFID erfüllen: *Wenzl* in *Temmel*, Börsengesetz § 76 Rz 3.

nen Fungibilität von Kapitalanlagen. Der zur Konkretisierung des Begriffes der „übertragbaren Wertpapiere“ in § 1 Z 4 WAG gemachte Hinweis auf die Handelbarkeit auf dem „Kapitalmarkt“ bringt genau das zum Ausdruck, ist der Kapitalmarkt im WAG freilich auch ansonsten nicht definierte Bezugsgröße. Anlegeraspekte unterstützen den weit gefassten regulatorischen Ansatz, wäre es doch kaum einzusehen, dass Schutzpflichten von Rechtsträgern gegenüber ihren Kunden etwa nur bei börsgehandelten Instrumenten eingreifen sollten, während im Bereich des „grauen“ Kapitalmarkts ein geringeres Schutzniveau gegeben wäre. Im Grunde zeigen die im Bereich des unregulierten Marktes für den Anleger gegebenen Nachteile – insbesondere eingeschränkte *Exit*-Möglichkeiten aus der Anlage –, dass die Schutzbedürftigkeit dann besonders in den Vordergrund tritt, wenn die Marktstruktur einen geregelten Preisbildungsmechanismus und damit wirtschaftlich vertretbare und jederzeit aktualisierbare Ausstiegsmöglichkeiten vermissen lässt. Verschiedene Regelungen zeigen daher ein besonderes Interesse des Gesetzgebers, den Anlegerschutz in derartigen Zusammenhängen zu unterstreichen. Ein Beispiel dafür ist § 38 WAG, der unter dem den 5. Abschnitt des WAG einleitenden Titel „*Verpflichtung zum Handeln in bestem Interesse des Kunden*“ explizit anordnet, dass einschlägig tätige Rechtsträger beim Handel sowie der Annahme und Übermittlung von Aufträgen im Zusammenhang mit Veranlagungen gemäß § 1 Abs 1 Z 3 KMG insbesondere bestimmten Vorschriften des WAG zu entsprechen haben, die eine starke Anlegerschutzorientierung aufweisen (§§ 39, 40, 41, 42, 47 und 48 WAG). Bei „Veranlagungen“ nach der zitierten Bestimmung des KMG handelt es sich um derartige Produkte des „grauen“ Kapitalmarkts, nämlich nicht wertpapiermäßig verbrieft Instrumente, für welche der Gesetzgeber die erwähnte sperrige Definition des § 1 Abs 1 Z 3 KMG gefunden hat.<sup>37</sup> Mit dieser Definition ist auch klargestellt, dass über das Vermögensrecht kein Wertpapier iS des § 1 Abs 1 Z 4 KMG ausgestellt sein darf.<sup>38</sup> Derartige Veranlagungen – einbezogen sind etwa Risikogemeinschaften von Anlegern und Emittenten im Gewand einer Kommanditgesellschaft oder stillen Gesellschaft<sup>39</sup> – sind insbesondere durch den Umstand erschwerter „Ausstiegsmöglichkeiten“ (*exit*) gekennzeichnet.<sup>40</sup> Dieser Umstand erklärt – neben einem weitgehend außer Kraft gesetzten Preisbildungsmechanismus mangels Bestehens eines liquiden Marktes – das besondere Interesse des Gesetzgebers an der Etablierung von Schutzvorschriften zugunsten des Anlegerpublikums.

Daneben verfolgt das WAG aber auch Regelungsziele, bei denen die unmittelbare „Kundenfront“ scheinbar in den Hintergrund rückt. Dabei geht es insbesondere um Markttransparenzverpflichtungen, die bereits auf MiFID I zurückgehen und

---

37 Zum Veranlagungsbegriff vgl etwa *Kalss/Oppitz*, ÖBA 1994, 357; *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 1 Rz 29 ff.

38 *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 1 Rz 31.

39 *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 1 Rz 33.

40 *Kalss*, *Anlegerinteressen* 370 ff und 451 ff.

im Weg einer Durchführungsverordnung<sup>41</sup> konkretisiert wurden. Die Zielsetzung derartiger Transparenzverpflichtungen liegt einerseits im Bestreben, Kunden zu ermöglichen, die Konditionen, zu denen eine Transaktion ausgeführt wurde, vergleichen zu können; andererseits soll auf den Wertpapiermärkten eine möglichst effiziente Preisbildung gewährleistet werden.<sup>42</sup> Sog „Dark Pools“ operieren hingegen derart, dass nur die abgewickelten Trades offengelegt werden, nicht aber die Auftragsvolumina; dahinter steckt die Überlegung, Preisveränderungen aufgrund des Volumens eines erteilten Auftrags möglichst zu vermeiden. Hier wird auf die Vorhandelstransparenz verzichtet, sodass Informationen zur Markttiefe ausbleiben. Der Transaktionspreis richtet sich nach der besten Preisnotierung bzw dem an einer Referenzbörse bezahlten Preis.<sup>43</sup>

Zwischen den regulierten Märkten einerseits und nichtregulierten (OTC-)Märkten andererseits bestehen Interdependenzen; ein „Börsezwang“ etwa dergestalt, dass Transaktionen über (bestimmte) regulierte Märkte durchzuführen wären, ist gesetzlich nicht vorgesehen.<sup>44</sup> Die „best execution“-Regeln des WAG nennen als Ausführungsplätze geregelte Märkte, multilaterale Handelssysteme (MTFs), systematische Internalisierer, Market Maker, sonstige Liquiditätsgeber oder Einrichtungen, die in einem Drittland eine vergleichbare Funktion ausüben (§ 52 Abs 2 WAG). Sofern in der (verpflichtenden) „Durchführungspolitik“ eines Rechtsträgers vorgesehen ist, dass Aufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF ausgeübt werden dürfen, hat der Rechtsträger seine Kunden auf diese Möglichkeit hinzuweisen und vor entsprechender Ausführung die ausdrückliche Zustimmung des Kunden einzuholen (§ 52 Abs 5 Z 1 WAG).<sup>45</sup> Dadurch – und auch durch das Erfordernis, dass bei Privatkunden das bestmögliche Ergebnis hinsichtlich des Gesamtentgelts zu bestimmen ist (§ 54 Abs 1 WAG) – wird eine Tendenz des Gesetzgebers ersichtlich, Wertpapierdienstleister zu einer Bevorzugung der etablierten Börsen zu veranlassen.<sup>46</sup> Jenes Marktsegment, welches den größten Teil des Handelsvolumens „anzieht“, wird aufgrund der damit einhergehenden Liquiditätserhöhung grundsätzlich als attraktiver angesehen werden, zu-

41 Verordnung (EG) 1287/2006 der Kommission vom 10.8.2006, ABl L 241/1 vom 2.9.2006.

42 Vgl Kreis/Raschauer in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch Kapitalmarktrecht 3, 288.

43 Nobel/Zimmermann, SZW 2011, 520 f mit dem Hinweis, dass in Europa Ende 2010 ungefähr 25 „Dark Pools“ operierten; die größten sind „BATS“, „Chi-X“ und „Turquoise“. Sie nehmen ein Ordermatching beim Mittelkurs zwischen Geld- und Briefkurs vor.

44 Oppitz in Apathy/Iro/Koziol, Bankvertragsrecht VI Rz 2/18; zu Fragen des Börsezwangs im Kontext der Grundfreiheiten vgl auch Stünkel, EG-Grundfreiheiten und Kapitalmärkte 195 ff. Das EMIR-Regime der Abwicklung standardisierter OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien sowie die Meldung von OTC-Derivaten an Transaktionsregister weist mit diesen infrastrukturellen Anforderungen freilich eine Tendenz in diese Richtung – nämlich den Zwang zur Nutzung einer bestimmten Marktorganisation (möge sie auch außerbörslich geprägt sein) – auf.

45 Zur Form dieser Zustimmung Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, WAG § 52 Rz 18.

46 Von Hein in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar § 33a WpHG Rz 12, der Bedenken hinsichtlich der marktschützenden, wettbewerbsfördernden Funktion der deutschen Parallelvorschrift des § 33a WpHG befürchtet.

mal dann Gründe für eine gegenüber sonstigen Handelsplätzen abgeminderte Kursvolatilität sprechen; empirisch zeigt sich im Übrigen, dass die „*best execution*“-Vorschriften aufgrund automatisierter *order routings* auf mathematischer Grundlage in den jeweiligen Wertpapiergruppen überwiegend zur Wahl eines einzigen Ausführungsplatzes führen.<sup>47</sup>

Verdünt sich ein Markt durch Lenkung von Angebot und Nachfrage auf einen Zweitmarkt, vermindert sich die Aussagekraft der Preisnotierungen auf dem Erstmarkt;<sup>48</sup> diese Wechselwirkung bedarf behutsamer rechtlicher Begleitung. Einen Anwendungsfall stellt etwa das Schuldverschreibungsgeschäft dar, welches traditionell schwerpunktmäßig außerbörslich abgewickelt wird; börsliche Kursnotierungen spiegeln daher kaum Angebot und Nachfrage wider. Mit der ersten Marktpraxisverordnung hat die FMA von professionellen Marktteilnehmern zu marktadäquaten Kursen abgeschlossene geringfügige Kompensgeschäfte in ausgewählten Schuldverschreibungen als im Rahmen einer zulässigen Marktpraxis abgeschlossen angesehen (§ 1 Abs 1 MpV), sodass in diesem Bereich rein „*zu Bewertungszwecken durchgeführte*“ Wertpapiertransaktionen (§ 1 Abs 1 MpV) dem Anwendungsbereich der Marktmanipulationsvorschriften grundsätzlich entzogen sind.

Ähnliche Querverbindungen verschiedener Marktsegmente zeigen sich auch im europäischen Investmentfondsrecht: Unter bestimmten Voraussetzungen haben Mitgliedstaaten die Möglichkeit, zu beschließen, dass Investmentgesellschaften keine Verwahrstelle haben müssen (Art 32 Abs 5 OGAW-Richtlinie). Derartige Gesellschaften müssen nicht nur in ihrer Satzung die Methoden zur Berechnung des Nettoinventarwerts der Anteile angeben, wenn es keine diesbezüglichen gesetzlichen Vorschriften gibt (Art 32 Abs 5 lit a OGAW-Richtlinie), sondern darüber hinaus auf dem Markt „*intervenieren, um zu verhindern, dass der Börsenkurs ihrer Anteile um mehr als 5 % vom Nettoinventarwert dieser Anteile abweicht*“ (Art 32 Abs 5 lit b OGAW-Richtlinie). Im Sinne einer „*wahren*“ Bewertung der Anteile werden in einem eingeschränkten Bereich daher Grundsätze der Marktmanipulation zurückgedrängt; bei über die Börse gehandelten Investmentfondsanteilen soll derart sichergestellt werden, dass der Börsepreis möglichst dem Nettoinventarwert entspricht.<sup>49</sup>

---

47 Von Hein in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar § 33a WpHG Rz 12.

48 Zum Liquiditätsrisiko sowie zur Preisfindungsfunktion von Märkten Nobel/Zimmermann, SZW 2011, 518.

49 Vgl dazu auch Oppitz, FS Koziol 1088; aA VwGH 29.11.2010 (2010/17/0130) zu einer durch Börsegeschäfte angestrebten Konvergenz von „*wahrem Wert*“ und Börsekurs von Gewinnscheinen; dazu Kalss, FS Roth 337 ff; Oppitz, ÖBA 2011, 651 ff.

## B. Kapitalmarktrecht

### 1. Einleitung

Die einfache Formel, dass es sich beim Kapitalmarktrecht um die Summe aller Normen handle, die die Rechte und Pflichten beschreiben, welche auf dem Kapitalmarkt – bzw den Kapitalmärkten – einzuhalten sind, würde der Komplexität des Regelungsgegenstandes nur wenig gerecht. Es ist die besondere Eigenart und Herausforderung wirtschaftsbezogener Verwaltungs(teil)rechtsordnungen, einen mehr oder minder faktisch vorgeprägten Wirtschaftsbegriff als Anknüpfungspunkt vorzufinden, um den sich dann materielle Vorschriften – iS von Handlungsanordnungen und Verboten – und genuines Aufsichtsrecht ranken. Ebenso verhält es sich beim Kapitalmarktrecht, einer in der dogmatischen Diskussion erst seit etwa 30 Jahren geläufigen Disziplin, deren Schnittstellencharakter zwischen öffentlichem und privatem Recht einen besonderen Akzent setzt.

### 2. Die Kapitalanlage als Angelpunkt des Kapitalmarktrechts

Durchforstet man die gesetzlichen Regelungen, wird man wie erwähnt weder im österreichischen Recht noch in europarechtlichen Normen eine verlässliche Begriffsbestimmung des „Kapitalmarktes“ finden; es handelt sich vielmehr um einen Begriff mit offenen Rändern. Gewisse Grundprinzipien und Kernbereiche sind zweifellos anerkannt, bei deren Wiedergabe man leicht Gefahr läuft, vordergründig Selbstverständliches zu berichten: Der Kapitalmarkt ist der Markt für Kapitalveranlagungen; die „Marktveranstaltung“ besteht im Kern darin, dass Anleger in ihrer Rolle als Kapitalgeber ihre Geldmittel den Kapitalnehmern zur Verfügung stellen und im Gegenzug eine „Kapitalanlage“ erhalten.<sup>50</sup> Wer eine Kapitalanlage „ausgibt“, wird in der kapitalmarktrechtlichen Terminologie als „Emittent“ bezeichnet.<sup>51</sup> Die Kapitalanlage selbst, dogmatisch unscharf als Beteiligung – in welcher Rechtsform auch immer – am Emittenten zu verstehen, ist der eigentliche Angelpunkt des Kapitalmarktrechts, in welchem verschiedene Regulierungsziele aufeinander treffen.

Volkswirtschaftliche Interessen legen nahe, dass ein funktionierender Kapitalmarkt – also die reibungslose Ressourcenallokation: Geld strebt der höchsten Veranlagungsrendite zu – gewährleistet sein sollte. Damit geht die Überlegung einher, dass die Fungibilität und Liquidierbarkeit einer Veranlagung einen hohen Stellenwert im Hinblick auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hat.<sup>52</sup> Nur

50 Ausführlich dazu *Kalss*, Anlegerinteressen 1 ff.

51 „Emittent“ ist nach der Legaldefinition des § 1 Abs 1 Z 2 KMG ein Rechtsträger, der Wertpapiere oder Veranlagungen begibt oder zu geben beabsichtigt

52 Dieser Zusammenhang wurde in der Nationalökonomie früh erkannt und beschrieben: *Machlup*, Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung 26 f hebt das Vertrauen der Kapitalbesitzer in die „jederzeitige verlustlose Veräußerungsmöglichkeit der Effekten“ hervor; ohne dieses Vertrauen gebe es keinen „Effektenkapitalismus“. Die Effektenspekulation schaffe ein „Reservoir für schwimmende Effekten“.