

Europäisches Kapitalmarktrecht. Hrsgg. v. Rüdiger Veil. Bearb. v. Hendrik Brinckmann, Philipp Koch, Lars Teigelack u. a. – Tübingen: Mohr Siebeck, 2011. XXXVII, 541 S.; Leinen: 89.– €. ISBN 978-3-16-150900-1.

I. Kaum eine Materie des deutschen Wirtschaftsrechts ist so „europäisiert“ wie das Kapitalmarktrecht. Mit dem Lamfalussy-Verfahren und dem Larosière-Bericht wurde die Rechtsetzung nochmals intensiviert: Rahmen-Richtlinien, Durchführungs-Richtlinien sowie die Verlautbarungen der CESR und jetzt der ESMA bilden drei Regelungsebenen, die im deutschen Recht in Gesetzen, Verordnungen und Stellungnahmen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ihr Pendant finden. Sechs Ebenen finden sich also, die der Rechtsanwender zu beachten hat (siehe www.kapitalmarkt-im-internet.de). Das europäische Recht wird bei der Rechtsanwendung immer noch „vergessen“ und Vorabentscheidungsverfahren des *BGH* zum *EuGH* sind an einer Hand abzuzählen (erst jüngst etwa *BGH*, Beschluss v. 22. 11. 2010 – II ZB 7/09, Vorabentscheidungsverfahren/Schrepp). Ein Werk zum Kapitalmarktrecht, welches konsequent das europäische Recht berücksichtigt, tut also not und war längst überfällig. Erfreulich ist es deshalb, dass sich ein jüngerer Kollege mit zahlreichen seiner Mitarbeiter der Aufgabe gestellt hat, das europäische Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzung in bedeutenden nationalen Rechtsordnungen wie Deutschland, Großbritannien und Frankreich nachzuzeichnen.

II. Das Werk beginnt mit den Grundlagen, wie einem historischen Abriss über die europäische Gesetzgebung, die Kapitalmarktregulierung und beschreibt Fragen der Mindest- und Vollharmonisierung. Des Weiteren werden Begriffe wie Kapitalmärkte, Kapitalmarktteilnehmer, Finanzinstrumente oder Kapitalmarktaufsicht definiert. In diesem Kapitel zeichnet *Veil* akkurat das neue Europäische System der Finanzaufsicht, bestehend aus Europäischer Bankaufsichtsbehörde (EBA) mit Sitz in London, der Europäischen Versicherungsaufsichtsbehörde (EIOPA) mit Sitz in Frankfurt a. M. und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) mit Sitz in Paris nach. Unter dem zweiten Kapitel „Marktintegrität“ stellen die Autoren die zentralen Regelungen des Insiderrechts, der Marktmanipulation und der Leerverkäufe dar. Im Rahmen des Insiderrechts nimmt *Veil* bereits ausführlich zu dem eingangs genannten Vorabentscheidungsverfahren Stellung. Im dritten Kapitel thematisiert *Teigelack* die unterschiedlichen Publizitätsregime. Darunter behandelt er die Prospektpflicht, die regel- und anlassbezogene Publizität sowie die Mitteilungspflichten der Beteiligungstransparenz und Directors' Dealings. Ausführlich referiert *Koch* die Infomatec- und EM-TV-Rechtsprechung und erörtert die bisher kaum existierenden Schadenersatzansprüche in anderen Mitgliedstaaten. Ein Shaming findet aber konsequent in Frankreich statt (§ 15 Rn. 135). Hier ließe sich auch von der Verwaltungspraxis der Kommission bei Kartelldelikten lernen, die zudem ausdrücklich in ihren rechtskräftigen Bescheiden auf zivilrechtliche Schadenersatzansprüche hinweist. In einem vierten Kapitel werden die Informationsintermediäre thematisiert, also Finanzanalysten und Ratingagenturen. Überraschenderweise fehlen an dieser Stelle die Wertpapierdienstleistungsunternehmen als wichtigste Intermediäre und die von ihnen geschuldeten Aufklärungs- und Beratungspflichten der MiFiD (demnächst MiFiD II). In welcher Wechselwirkung die durch die *BGH*-Rechtsprechung formulierten Pflichten zu den europäischen als Aufsichtsrecht ausgeformten Pflichten stehen, ist eine spannende Frage (zum Bond-Urteil siehe etwa *Müllbert WM* 2007, 1149, 1157; *ders. ZHR* 172 [2008], 170, 181). Auf diesen für die Praxis überaus wichtigen Themenkomplex sollte eine Neuauflage unbedingt eingehen. Erfreulich ist dann, dass im fünften Kapitel die Compliance der Wertpapierunternehmen thematisiert wird.

III. Sicherlich hätte man sich an der einen oder anderen Stelle noch eine Vertiefung gewünscht: etwa warum der Gesetzgeber in den letzten Jahren die Verordnung der Richtlinie vorzieht, obwohl dies doch eher dem Subsidiaritätsprinzip widerspricht (*Veil*, § 2 Rn. 14, 87f.). Man wird auch daran zweifeln können, ob die Leitlinien und Empfehlungen der ESMA mit ihrem comply- oder explain-Prinzip wirklich rechtlich nicht bindend sind (*Walla*, § 6 Rn. 58) oder aber als sekundäre Rechtsquellen eine Vermutungs- und Begründungspflicht herbeiführen (siehe *Möllers NZG* 2010, 285, 289 m. w. Nachw.). Auch wird das gewichtige US-amerikanische Recht nur sehr sporadisch (etwa *Veil*, § 9 Rn. 1) herangezogen – es sollte künftig bereits in der Einleitung stärker verankert werden.

Andere Bereiche werden leider recht unkritisch referiert, wie etwa die bisher unzureichende Selbstregulierung von journalistischen Finanzanalysen (*Teigelack*, § 20 Rn. 24 ff.; siehe hierzu *Möllers AfP* 2010, 107).

Schließlich ist die Arbeit nicht in allen Teilen auf dem (im Vorwort versprochenen) Stand vom März 2011: So hätten etwa die Festschriften

Hopt und Schneider vollständig ausgewertet werden müssen. Und endlich sollten die Fußnoten die Autoren einheitlich chronologisch nennen, weil in einer rein alphabetischen Reihenfolge der Urheber eines Gedankens nicht erkennbar wird.

IV. Diese Optimierungsmöglichkeiten schmälern aber nicht den positiven Gesamteindruck des Werkes. Zahlreiche Urteile machen die Ausführungen nicht nur für den Studenten anschaulich. Konsequenterweise wird neben den materiellen Pflichten auch immer zu den Teil noch unzureichenden verwaltungs- und zivilrechtlichen Sanktionen Stellung genommen. Zudem findet an zahlreichen Stellen die ökonomische Analyse des Rechts und die Behavioral Finance-Forschung Eingang in das Werk. Die Pionierarbeit ist zu bewundern. Bei der Darstellung des Kapitalmarktrechts verlässt das Werk stets die deutsche Perspektive und bezieht neben den europäischen Regeln auf rechtsvergleichender Basis die Rechtslage in Großbritannien, Frankreich, zum Teil auch Spanien, Italien und Schweden ein. Auch der Preis ist aus studentischer Perspektive (vielleicht) gerade noch vertretbar. Dem Werk ist deshalb eine baldige Neuauflage zu wünschen.

Professor Dr. **Thomas M. J. Möllers**, Universität Augsburg