

1. Einleitung

Die internationalen Kapitalmärkte haben in den letzten Jahren eine deutliche Wandlung vollzogen. Der steigende Bedarf an Eigen- und Fremdkapital der Unternehmen, Cross-Listings von Emittenten an mehreren Börsen, international agierende Investoren und die durch die Internationalisierung der Kapitalmärkte entfachte Innovationskraft, die stetig neue Finanzierungsstrukturen und Anlageformen hervorbringt, haben zu einem Anpassungsbedarf der Rechtsordnungen und der Etablierung des Kapitalmarktrechts geführt.¹

Der Begriff des Kapitalmarktrechts als eigenständiges Rechtsgebiet wurde im deutschen Sprachraum in den späten 1970ern von *Hopt* eingebracht² und definiert als

„die Gesamtheit der Grundsätze und Normen [...], die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und verbrieften bzw öffentlich registrierten Geldforderungstiteln – kurz fungiblen Kapitalmarktpapieren – befassen, um den Individualschutz der Anleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten.“³

Das Kapitalmarktrecht regelt den Lebenssachverhalt Kapitalmarkt und ist daher notwendigerweise eine Querschnittsmaterie, die sowohl verwaltungs-, als auch zivil- und strafrechtliche Vorschriften umfasst.⁴ Der Kapi-

¹ Vgl *Richter*, Der Kapitalmarkt und sein Gesellschaftsrecht, ZHR 172 (2008) 419 (424 ff); *Groß*, Kapitalmarktrecht⁴ (2009) § 45 BörsG Rn 7.

² *Hopt*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 1, ZHR 140 (1977) 201; *Hopt*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 2, ZHR 141 (1977) 389. Allgemein zum Begriff des Kapitalmarktrechts *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 8 ff; *Weber*, Kapitalmarktrecht (1999) 9 ff.

³ *Hopt*, ZHR 141 (1977) 431.

⁴ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 1 Rz 12 f; *Mülberr*, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001,

talmarkt ist kein präziser Begriff, sondern umschreibt jenen Teil des Finanzmarkts, der Emittenten eine längerfristige Finanzierung vermittelt bzw. zuführt, und besteht aus einem Gefüge institutioneller Arrangements zwischen den Marktteilnehmern, insbesondere Emittenten, Investoren und Finanzintermediären.⁵

Das Kapitalmarktrecht kann in drei Regelungsbereiche unterteilt werden. Das Marktorganisationsrecht regelt institutionsbezogen die Struktur der Marktteilnehmer sowie die Struktur und den Inhalt der am Markt gehandelten Finanzinstrumente. Das Marktverhaltensrecht bestimmt insbesondere durch informations- und transaktionsbezogene Verhaltenspflichten das Agieren der Marktteilnehmer am Markt. Das Marktaufsichtsrecht regelt die Zulassung der und die Aufsicht über die Marktteilnehmer einschließlich der Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden.⁶

Die Bedeutung des Kapitalmarktrechts liegt des Weiteren in seiner Präventionswirkung, um den Funktionsschutz des Markts sowie den Individualschutz der Anleger sicherzustellen.⁷ Daher ist das Kapitalmarktstrafrecht, das auf Repression setzt, durch Compliance-Vorschriften zu ergänzen, die eine Prävention gewährleisten sollen.⁸

Im Gegensatz zum Gesellschaftsrecht knüpft das Kapitalmarktrecht nicht an der Rechtsform der Gesellschaft oder einer Gesellschafterstellung an. Stattdessen wird auf die Teilnahme am Kapitalmarkt, insbesondere auf das Angebot von und den Handel mit fungiblen Wertpapieren, abgestellt. Der Aktionär wird somit nicht mehr nur in seiner verbandsrechtlichen Stellung als Gesellschafter begriffen, sondern auch als Anleger mit Vermögensinteressen geschützt.⁹ Das Kapitalmarktrecht schafft somit einen funktionalen Zusammenhang zwischen dem Börse- und dem Gesellschaftsrecht.

In den letzten Jahren hat die Regelungsdichte für börsennotierte Gesellschaften im Bereich des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts deutlich zugenommen, was unter anderem auf Unternehmensskandale und Debatten über die Grundsätze guter Corporate Governance zurückzuführen ist. Vermehrt werden Stimmen laut, die von einem sich herausbildenden Sonder-

2085 (2086); *Kalss*, Die Gestaltung der Kapitalmarktaufsicht in Österreich, ZfV 1998, 252; *Hopt*, ZHR 141 (1977) 419 ff u 431.

⁵ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 1 f.

⁶ *Gruber*, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZFR 2006, 62; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 14; *Mülbert*, WM 2001, 2087.

⁷ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 18 ff; EuGH 10.05.1995, C-384/93, *Alpine Investments*, Slg 1995 I-1141; *Hopt*, ZHR 141 (1977) 433.

⁸ Vgl *Hopt*, ZHR 141 (1977) 412.

⁹ Vgl *Richter*, ZHR 172 (2008) 429 ff.

recht der Börsenaktiengesellschaft sprechen.¹⁰ Insbesondere sind die kapitalmarktrechtlichen Transparenz- und Publizitätspflichten weit in jene Regelungsbereiche eingedrungen, die nach bisherigem Verständnis dem Gesellschaftsrecht vorbehaltenen waren.¹¹

Das Insiderrecht und die dazugehörigen flankierenden Compliance-Vorschriften sind ein Paradebeispiel für die zunehmende Regulierung börsennotierter Gesellschaften. Bis Anfang der 1990er war Insiderhandel in Österreich und Deutschland strafrechtlich nicht verboten. Erst durch die von anglo-amerikanischen Rechtsvorstellungen geprägte Harmonisierung des europäischen Kapitalmarktrechts wurden Insiderverbote und Insider-Compliance-Pflichten eingeführt. Letztere wirken sich unmittelbar auf die Unternehmensorganisation börsennotierter Gesellschaften aus, indem sie organisatorische Präventionsmaßnahmen anordnen und in deren internen Informationsfluss eingreifen.¹²

Während Compliance und Insiderrecht in der US-amerikanischen Literatur bereits seit vielen Jahrzehnten behandelt werden, hat sich die Rechtswissenschaft in Österreich und Deutschland erst seit den 1990ern intensiv mit diesen Themen beschäftigt. Mittlerweile sind jedoch sowohl Compliance als auch Insiderrecht in der deutschsprachigen Literatur umfassend bearbeitet worden.

1.1 Begriffsbestimmung

Im Rahmen der Compliance-Diskussion werden Definitionen oftmals unscharf bzw. uneinheitlich verwendet. Am Beginn dieser Arbeit sollen daher die zentralen Begriffe bestimmt werden:

¹⁰ Durch das ARÄG 2009 wurde erstmals die börsennotierte Aktiengesellschaft im AktG definiert. Aktienrechts-Änderungsgesetz 2009 BGBl I 2009/71. Allgemein zur Auseinanderentwicklung zwischen börsennotierter und nicht-börsennotierter Aktiengesellschaft *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/16; *Fleischer*, Legal Transplants im deutschen Aktienrecht, in *Doralt/Kalss*, Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts (2004) 115 (134 f); *Möllers*, Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, AG 1999, 433 (434 ff). In Voraussicht bereits *Hopt*, ZHR 141 (1977) 433. Einschränkend *Marsch-Barner* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG² (2009) § 1 Rz 40.

¹¹ *Marsch-Barner* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Börsennotierte AG² § 1 Rz 41; *Grundmann/Möslein*, Europäisierung, in *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel II (2007) Rz 108; *Preusche* in *Heidel*, Aktienrecht (2003) Compliance-Regeln Rn 2.

¹² *Kalss*, Auskunftsrechte und -pflichten für Vorstand und Aufsichtsrat im Konzern, GesRZ 2010, 137 (138 u 142); *Schanz*, Börseneinführung³ (2007) § 16 Rz 155; *Singhof*, Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern, ZGR 2001, 146.