Kapitel 1: Die Ziele der Marktmissbrauchsverordnung und ihre Grundlagenmodelle

Zunächst soll der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität erläutert werden, um eine Argumentationsgrundlage für die Auslegung der MAR herauszuarbeiten. Dabei muss zunächst auf die Ziele des Kapitalmarktrechts und speziell der MAR sowie die der MAR zu entnehmenden Modelle eingegangen werden, mit welcher ihre Ziele erreicht werden sollen. Dies setzt eine kurze Darstellung der Aufgaben und Funktionsweisen des Kapitalmarkts voraus.

Aufgabe des Kapitalmarkts ist es, Kapital zu lenken und damit die Förderung realer Investitionen, konkret die Umwandlung von Finanz- in Sachkapital durch Investition in Unternehmungen.[14] Die Ziele des Kapitalmarktrechts sind die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sowie der Anlegerschutz.[15]

A. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Der europäische Gesetzgeber geht davon aus, dass funktionierende Kapitalmärkte das wirtschaftliche Wachstum, die Schaffung von Arbeitsplätzen und Wohlstand in der EU entscheidend fördern und hebt dies als oberstes Ziel der MAR hervor.[16] Ökonomisch betrachtet wird dieses Ziel über den Kapitalmarkt dadurch erreicht, dass zunächst auf dem Primärmarkt das verfügbare Kapital denjenigen Unternehmen als Eigenkapital zufließt, die damit am produktivsten wirtschaften und hierdurch die höchste Rendite

---

14 *Häuser/Rosenstock*, Börse und Kapitalmarkt, 1997, S. 74 ff.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.12 f.

15 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.67 ff.; *Merkt*, in: FS Hopt 2010, S. 2207, 2209, der zudem auf die Schwierigkeit der Definition des Begriffes Kapitalmarktrecht hinweist.

16 Erwägungsgründe 1 und 2 MAR sowie schon Erwägungsgründe 1 und 2 der Marktmissbrauchs-RL; neben den volkswirtschaftlichen Zielen besteht das Interesse des Staates zur Kapitalbeschaffung sowie die private Altersvorsorge, hierzu *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.68; zu den Zusammenhängen zwischen starken Kapitalmärkten und volkswirtschaftlichem Wachstum siehe *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 318 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bei geringstem Risiko für den Anleger bieten (sog. Allokationsfunktion des Kapitalmarkts).[17] Anleger werden aber auf dem Primärmarkt nur Finanzinstrumente erwerben, solange für sie die Gewissheit besteht, dass diese auf dem Sekundärmarkt zu jeder Zeit, kostengünstig, in jeder Höhe und ohne wesentliche Auswirkungen auf den Preis veräußerbar sind (= Marktliquidität).[18] Der auf dem Sekundärmarkt gebildete Preis von Finanzinstrumenten liefert für den Anleger die Grundlage einer risikoeffizienten Entscheidung und ist wiederum ausschlaggebend für die Bedingungen der Neuemissionen des Emittenten auf dem Primärmarkt, weswegen auch auf dem Sekundärmarkt der effizienten Allokation wesentliche Bedeutung zukommt.[19] Idealerweise ist der Markt derart effizient, dass sich in den Preisen alle öffentlichen und privaten, für die vernünftige Allokation des Kapitals der Investoren nötigen Informationen wiederspiegeln (sog. strenge Kapitalmarkteffizienz).[20] Dabei wird unterstellt, dass Anleger aus den verfügbaren Informationen stets rationale Entscheidungen treffen.[21]

Welchen Beitrag die MAR leisten soll, um zu Wachstum und Wohlstand beizutragen, zeigt Erwägungsgrund 2:

> *Ein integrierter, effizienter und transparenter Finanzmarkt setzt Marktintegrität voraus. Das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte sind Voraussetzungen für Wirtschaftswachstum und Wohlstand. Marktmissbrauch verletzt die Integrität der Finanzmärkte und untergräbt das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate.*

Gefordert ist also Effizienz und Transparenz am Markt. Voraussetzung hierfür wiederum sind Marktintegrität und Vertrauen der Anleger in die Märkte bzw. in Wertpapiere und Derivate. Dieses Vertrauen der Anleger wird durch Marktmissbrauch verletzt.

---

17 *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 2009, S. 369 f.; *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383 ff.

18 *Harris*, Trading and Exchanges, 2002, S. 70; *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 9; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 332.

19 *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1996, S. 120; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 172.

20 Grundlegend *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383 ff.; zu den Wurzeln dieses Ansatzes *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549, 550 mit Fn. 7.

21 Sog. Rational Choice Theory, dazu *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 89; *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 22 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

I. Bedeutung der Kapitalmarkteffizienz

Die geforderte Effizienz von Kapitalmärkten ist ein nicht nur der MAR entstammendes Ziel.[22] Es handelt sich dabei um einen aus der wirtschaftswissenschaftlichen Finanzierungstheorie stammenden Begriff. Indem der europäische Gesetzgeber dieses Kriterium in den Erwägungsgründen der MAR als Ziel bestimmt, bildet er teleologisch den Anknüpfungspunkt für die Methodik der ökonomischen Analyse des Rechts.[23] Dabei wird das Recht einer ausschließlich auf die Folgen gerichteten Kosten-Nutzen-Analyse unterzogen, welche die Maximierung des Wohlstands der Gesamtheit im Sinne der allokativen Effizienz zum Ziel hat.[24] Da die Regulierung des Marktes auf dessen Funktionsweise aufbaut, ist das Kapitalmarktrecht „in besonderer Weise offen für ökonomische Überlegungen"[25]. Gleichwohl sollen im Rahmen der Arbeit ökonomische Betrachtungen nicht uneingeschränkt übernommen werden, da die Kapitalmarkttheorie die Kapitalmarktrealität nur begrenzt erklären kann.[26]

Jedenfalls in der Kapitalmarkttheorie ist der Markt effizient, wenn der Marktpreis eines Finanzinstruments sämtliche Informationen enthält und seinem wahren Wert entspricht und umgekehrt ineffizient, je weiter er davon abweicht.[27] Der Wert eines Finanzinstrumentes ist ein Erwartungswert, der sich aus dem Verhältnis von Ertrag und Risiko zusammensetzt.[28] Als wahrer Wert wird in der Lehre der Kapitalmarkteffizienz derjenige bezeichnet, auf den sich alle Marktteilnehmer vernünftigerweise (d.h. rationales Verhalten unterstellt) einigen würden, wenn sie über alle relevanten Informationen verfügen würden, sogenannter innerer Wert oder auch Fundamentalwert von Finanzinstrumenten.[29]

---

22 Siehe nur Erwägungsgrund 11 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFiD II), Erwägungsgrund 8 Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFiR), Erwägungsgrund 1 der Verordnung (EU) 2017/1129 (Prospekt-VO).

23 *Fleischer/Zimmer*, in: dies. (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 9, 27; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 5 ff.; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 331; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 64, Fn. 5.

24 *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 2015, S. 5 ff.; *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 5 Rn. 122 ff.

25 *Kalss*, in: Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 37.

26 *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 5 Rn. 128 ff.

27 *Beaver*, The Accounting Review 56 (1981), 23, 25.

28 *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 352 f.

29 *Beaver*, The Accounting Review 56 (1981), 23, 26. f; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 353; zu den Preisberechnungsmethoden siehe *Brealey/Myers/Allen*, Principles of

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Kapitalmarkteffizienzhypothese

Bei der Theorie der Kapitalmarkteffizienz in ihrer strengen Form (= Preise spiegeln sämtliche Informationen wieder) handelt es sich allerdings nur um ein Idealmodell, dass in der Realität nicht existiert.[30] Wäre der Markt vollständig effizient im Sinne der strengen Kapitalmarkteffizienzhypothese, so würde dies bedeuten, dass nicht einmal Insider in der Lage wären, Vorteile zu erzielen, da es keinen Wissensvorsprung und damit Gewinnmöglichkeit geben kann.[31] Dass dies auch praktisch anders ist, zeigen die jährlichen Übersichten der BaFin zu untersuchtem und zwar selten sanktioniertem Insiderhandel, aber auch empirische Ergebnisse.[32] Regulatorisch gesehen wäre also auch Ad-hoc-Mitteilungspflicht überflüssig, denn die Veröffentlichung der bislang nur privat bekannten Information könnte dann Preise nicht verändern. Es hat sich daher vielmehr das Modell der halbstrengen Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese[33] durchgesetzt, das zwar ebenso nur als Ideal bezeichnet werden kann,[34] welches aber die Grundlage europäischer kapitalmarktrechtlicher Regelungen, insbesondere auch der MAR bildet.[35] Sie geht davon aus, dass im Preis

---

corporate finance, 2014, 197 ff.; *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 1997, S. 343 ff.

30 *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383, 388; *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549, 558; *Fama*, The Journal of Finance 46 (1991), 1575 ff.

31 *Perridon/Rathgeber/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 2017, S. 232 f.

32 Zuletzt BaFin, Jahresbericht 2019, S. 95 ff.; empirisch *Jaffe*, The Journal of Business 47 (1974), 410 ff.; siehe auch die Zusammenfassung über den Forschungsstand bei *Hinterleitner/Hornung*, Marktqualität und Insiderhandel auf Kapitalmärkten, 2016, S. 112 ff.; siehe etwa auch der Fall freenet AG, BGH, NJW 2010, 882 ff.

33 Grundlegend *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383 ff.; *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393 ff.; *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549 ff.; *Fama*, The Journal of Finance 46 (1991), 1575 ff.

34 Zum einen aufgrund der Erkenntnisse der Behavioral-Finacnce Lehre. Zum anderen erkennt die MAR in Erwägungsgrund 28 selbst, dass öffentlich bekannte Informationen eben nicht immer im Marktpreis eingepreist sind, sondern durchaus damit noch eine Arbitragemöglichkeit realisiert werden kann, so *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 335.

35 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 38 ff.; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 21; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 72, 84; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 65; grundlegend bereits *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 378 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

eines Wertpapieres nicht sämtliche, aber sämtliche *öffentlich* verfügbaren Informationen abgebildet sind.

2. Der Preisbildungsmechanismus

Wesentlich für die Interpretation der MAR unter der Prämisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halbstrengen Form, ist deren Mechanismus der Preisbildung. Es gilt das sogenannte Informationsarbitragemodell.[36] Die Bildung „richtiger Preise" (wahrer, innerer oder Fundamentalwert) soll durch sog. „Informationshändler", teilweise auch „Arbitrageure", "smart money" oder "rational speculators" genannt geschehen. Sie suchen und analysieren relevante öffentlich verfügbare Informationen. Stellen sie aufgrund ihrer Analyseergebnisse fest, dass der Wert eines Wertpapiers vom Fundamentalwert abweicht, Wertpapiere also über- oder unterbewertet sind, werden sie diese kaufen, bzw. verkaufen um einen Arbitragegewinn zu erzielen, bis sich die Information im Börsenpreis eingependelt und die Arbitragemöglichkeit eliminiert ist.[37] Wenn allerdings sämtliche, öffentlich bekannten Informationen bereits im Aktienkurs enthalten sein sollen, (so die Prämisse der halbstrengen Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese) könnten Informationshändler durch Informationssuche öffentlich verfügbarer Informationengar keinen Gewinn erzielen (sog. Informationsparadoxon).[38] Damit die Theorie überhaupt funktioniert, wird angenommen, dass die Möglichkeit von Informationsvorsprüngen bestehen muss.[39] Unterstellt, dass alle zunächst völlig uninformiert wären, besteht ein Informationsgleichgewicht, dann wiederum lohnt es sich aber für einzelne, sich zu informieren.[40] Auch wenn sich die Relevanz von gefundenen Informationen nur einer kleinen Gruppe erschließen mag, so wird bei hinreichender Anzahl im Wettbewerb stehender Arbitrageure davon aus-

---

36 Grundlegend *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393 ff.; *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549 ff.; dazu *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 80.

37 *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 85 ff., 129; *Perridon/Rathgeber/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 2017, S. 232; beispielhaft *Samuelson/Nordhaus*, Volkswirtschaftslehre, 2016, S. 327.

38 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 404; *Langenbucher*, AG 2016, 417, 418.

39 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 404; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 20.

40 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 395.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gegangen, dass sich diese Informationen früher oder später im Marktpreis niederschlagen werden; je schneller dies geschieht, desto effizienter ist der Markt, (sog. relative Effizienz).[41] Wenn aber alle öffentlichen Informationen im Preis verfügbar sind und man Informationsvorsprünge gestattet, können nur urplötzlich und neu auftretende Ereignisse den Marktpreis verändern.[42] Einem rational handelnden Anleger würde allerdings durch die plötzliche Handelsbereitschaft des anderen bewusst, dass dieser neue oder bessere Informationen haben muss (sog. „no trade theorem").[43] Diese plötzliche Handelsbereitschaft und die Preisvorstellung des einen, offenbart dem anderen den wahren Wert der Informationen und nimmt wiederum den Handelsanreiz.[44] Man könnte zwar dieses Risiko durch Investitionen in breit gestreute (Index-)Fonds reduzieren, wenn aber kein Handel mit einzelnen Finanzinstrumenten stattfindet, ist es nur schwer möglich deren Wert und damit den Wert des Fonds zu bestimmen.[45] Gleichwohl findet aber Handel statt.[46]

3. Der Noise Trader-Ansatz

Die Kapitalmarkteffizienzhypothese in der halbstrengen Form versucht ihre Grundannahme (=alle öffentlich verfügbaren Informationen sind im Preis enthalten) dadurch zu retten, dass am Markt erstens Informationsungleichgewichte bzw. Vorsprünge bestehen und zweitens uninformierte Händler bereit sind, mit den informierten Händlern Handel zu treiben. Diese uninformierten Händler sollen die sog. „Noise Trader"[47] sein, die sich deswegen auf den Handel einlassen, weil sie irrational handeln oder irrtümlich denken, dass sie einen Informationsvorteil haben.

---

41 *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549, 560, 569 ff.; *Hinterleitner/Hornung*, Marktqualität und Insiderhandel auf Kapitalmärkten, 2016, S. 107.
42 *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 21.
43 Etwa *Milgrom/Stokey*, Journal of Economic Theory 26 (1982), 17 ff.; *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 531.
44 *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 90; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 21.
45 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 531.
46 *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 90; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 21.
47 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529 ff.; *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 724.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

> *„Noise trading is trading on noise as if it were information. People who trade on noise are willing to trade even though from an objective point of view they would be better off not trading. Perhaps they think the noise they are trading on is information. Or perhaps they just like to trade. […]. Most of the time, the noise traders as a group will lose money by trading, while the information traders as a group will make money.*[48]

Man kann diese damit auch als „nützliche Idioten"[49] des Kapitalmarkts bezeichnen. Idioten, weil sie langfristig gesehen nur verlieren können und besser nicht handeln sollten. Nützlich aber, weil ohne sie kein Arbitragehandel und damit keine Preisbildung stattfinden könnte. Aber auch diese strikte Eingrenzung in „Noise Trader" und „Arbitrageure" existiert letztlich nur in der Modellwelt der Kapitalmarkteffizienzhypothese und blendet aus, dass niemand stets rational richtig handelt oder immer irrational handelt, sondern die Grenzen vielmehr fließend sind. Symptomatisch heißt es etwa bei *Shleifer/Summers*[50]

> *„In practice, the line between arbitrageurs and other investors may be blurred, but for our argument it helps to draw a sharp distinction between them, since the arbitrageurs do the work of bringing prices toward fundamentals."*

Ein erheblicher Kritikpunkt jedoch ist, dass die Theorie eigentlich keine krasse Volatilität oder die Bildung von Spekulationsblasen erklären kann, da Kursänderungen ja nur auf fundamentalwertrelevanten neuen Informationen basieren können.[51] Spekulationsblasen oder Kurssprünge wie zuletzt zu Beginn der Corona-Pandemie im März 2020[52] verdeutlichen immer wieder, dass es praktisch auch keine „richtigen" Preise gibt.[53] Die Vertreter der Kapitalmarkteffizienzhypothese rechtfertigen sich damit, dass ein sog. „Noise Trader-Risiko" besteht. Je mehr Noise Trader am Markt, desto ungenauer (d.h. von Fundamentalwert entfernt) sind zunächst auch

---

48 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 531.

49 *Harris*, Trading and Exchanges, 2002, S. 197 verwendet etwa die Bezeichung "futile traders".

50 *Shleifer/Summers*, Journal of Economic Perspectiv 4 (1990), 19, 20.

51 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 105; Lösungsversuche etwa bei *Shiller*, The American Economic Review 71 (1981), 421 ff.; *Camerer*, Journal of Economic Sourveys 3 (1989), 3 ff.

52 Dazu etwa *Poelzig/Strobel*, Jura 2020, 1082 ff.

53 Vgl. *Gbekor*, Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht, 2019, S. 340 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die Preise. Je weiter die Preise sich vom Fundamentalwert entfernen, desto mehr (rationale) Informationshändler werden die Arbitragemöglichkeit nutzen, weswegen sich der Preis umso schneller wieder dem Fundamentalwert anpassen wird.[54] Irrationales Verhalten und Abnormalitäten bestehen zwar, letztlich würden aber die rationalen Anleger überwiegen und Abnormalitäten sollen sich langfristig gesehen gegenseitig aufheben oder ausgleichen.[55] Diese Verhaltensanomalien hat die Kritik durch die Behavioral-Finance-Lehre[56] hervorgerufen, die diese zum Anlass für einen Systemwechsel nimmt. Sie konnte allerdings die Kapitalmarkteffizienzhypothese als Grundlage kapitalmarktrechtlicher Regulierung bisher nicht ablösen.[57]

Im Ergebnis liegt der MAR weiterhin die Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halbstrengen Form zugrunde.

II. Bedeutung der Kapitalmarkttransparenz

Neben der Effizienz von Kapitalmärkten nennen die Erwägungsgründe der MAR Markttransparenz als Kriterium für einen funktionierenden Kapitalmarkt. Warum ist Markttransparenz wichtig? Intransparenz schadet der Effizienz des Kapitalmarktes, denn wenn nötige Informationen nicht, unvollkommen, oder falsch vorliegen, so wirkt sich dies negativ auf die Preisbildung und damit die effiziente Allokation des Kapitals aus. Dies zeigt sich am besten bei ungleich verteilten Informationen.

---

54 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 394, 399; *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 532 f.

55 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 532; *Fama*, Journal of Financial Economics 49 (1998), 283, 284 ff.; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 50.

56 Umfassend hierzu *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 80 ff. Sie weist auf zahlreiche empirisch feststellbare irrationalen Verhaltensweise und die Grenzen der Arbitragemöglichkeit hin. Zu ersterem *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 94 ff.; kompakt *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 170; *Lewis*, The Cambridge handbook of psychology and economic behaviour, 2018, S. 110 ff. Zu zweitem *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 126 ff.; *Lewis*, The Cambridge handbook of psychology and economic behaviour, 2018, S. 115 f.

57 *Fama*, Journal of Financial Economics 49 (1998), 283, 284; *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 16 Rn. 26; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 2015, S. VII; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002, S. 29 ff.; *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 17; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 363; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 326.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Das Problem der Informationsasymmetrien

Informationsasymmetrien geben der besser informierten Partei die Möglichkeit die Austauschkonditionen zum eigenen Vorteil und damit zum Nachteil der weniger informierten Partei zu beeinflussen (sog. „moral hazard").[58] Gegenüber dem besser informierten Verkäufer kann der regelmäßig weniger informierte Käufer die Qualität einer Ware oder Dienstleistung schlechter einschätzen. Er schützt sich vor seinen Informationsnachteilen, indem er dieses Risiko von vornherein einpreist und ein niedrigeres Angebot abgibt, oder sich gleich vom Markt zurückzieht. Es droht die sog. „adverse selection" (Negativauslese), die im bekannten, am US-Gebrauchtwagenmarkt entwickelten „Market-for-Lemons" Beispiel von *Akerlof*[59] zum Ausdruck kommt. Übertragen auf den Kapitalmarkt bedeutet dies, dass sich „hochwertige" Finanzinstrumente mangels ausreichender Information und damit Überprüfbarkeit der Qualität nicht mehr verkaufen lassen. Es verbleiben zunehmend günstigere, aber qualitativ minderwertigere Finanzinstrumente. Diese Spirale dreht sich weiter abwärts und dem Markt wird Liquidität entzogen bis er möglicherweise vollständig zum Erliegen kommt.[60] Ausreichend Liquidität ist für einen funktionierenden Kapitalmarkt aber unerlässlich, denn Anleger werden auf dem Primärmarkt nur Titel erwerben, solange für sie die Gewissheit besteht, dass ihre Titel auf dem Sekundärmarkt zu jeder Zeit, kostengünstig, in jeder Höhe und ohne wesentliche Auswirkungen auf den Preis veräußerbar sind.[61] Nicht umsonst wird Liquidität daher als „Lebenselixier der organisierten Märkte"[62] bezeichnet.

---

58 *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 1997, S. 392.

59 *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488 ff.

60 *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488, 490; *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 1997, S. 68 f., 392 f.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 121 f.; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1996, S. 120 f.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2021, Rn. 37; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 337.

61 *Harris*, Trading and Exchanges, 2002, S. 70; *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 9; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 332.

62 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 117.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. Beseitigung von Informationsasymmetrien als erste Aufgabe der Ad-hoc-Publizität

Trotz zunehmend erkennbar paternalistischer Regulierungsansätze, welche auf die Mängel des Informationsmodells zurückzuführen sind,[63] beruht das zentrale Regulierungsinstrument des Kapitalmarktrechts noch auf den Informationsparadigma.[64] Es geht bereits auf den Sergé-Bericht der Kommission aus dem Jahre 1966 zurück, welcher Defizite bei der Information des Publikums als Hauptproblem des europäischen Kapitalmarkts feststellte.[65] Das „Market-for-Lemons" Problem lässt sich auf dem Gebrauchtwagenmarkt etwa durch Garantien, Mängelgewährleistungsrechte, oder mittels vorheriger Untersuchung durch Sachverständige lösen. Bei Dienstleistungen können etwa Bewertungsportale Transparenz schaffen.

Auf dem Primärmarkt soll Transparenz insbesondere durch die Prospektpflichten erreicht werden, etwa § 3 Prospekt-VO, § 6 VermAnlG, §§ 164, 268 KAGB.[66] Auf dem Sekundärmarkt ist der Emittent zwar nicht mehr als „Verkäufer" seiner Finanzinstrumente tätig. Der Emittent ist in der Regel aber derjenige, der den Markt am besten mit Informationen über seine emittierten Finanzinstrumente versorgen kann. Hier trifft ihn daher die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR. Daneben bestehen weitere anlassbezogene Sekundärmarktpublizitätspflichten wie etwa §§ 33 ff. WpHG oder Art. 19 MAR.

Die frühzeitige Veröffentlichung von Insiderinformationen sorgt nicht nur für Transparenz, sondern wirkt auch auf dem Sekundärmarkt unterstützend für die effiziente Bildung „richtiger" Preise, was wiederum die effiziente Allokation des Kapitals fördert.[67]

---

63 Dazu etwa *Wilhelmi*, in: Rengier/Kuzuhara (Hrsg.), Globalisierung und kulturelle Gegensätze im gegenwärtigen Rechtsstaat, 2017, S. 51, 63; *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 429 ff.; aus dem Investmentrecht siehe etwa *Wilhelmi*, WM 2019, 2093, 2096 ff.

64 Umfassend *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 395 ff.

65 Europäische Wirtschaftsgemeinschaft / Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts (Segré-Bericht), 1966, S. 237 ff., 251 ff.; ausführlich zur Entwicklung des europäischen Kapitalmarkts siehe *Wilhelmi*, JZ 69 (2014), 693 ff.

66 Speziell zum Investmentrecht etwa *Wilhelmi*, WM 2019, 2093, 2094 ff.

67 *Hopt*, ZHR 1995, 135, 147; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 196; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 24.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

3. Folgen von Transparenz

Information sorgt also für Markttransparenz, welche wiederum die effiziente Preisbildung fördert. Daneben fördert sie die für das ökonomische Verständnis eines funktionierenden Marktes notwendige institutionelle und die operationelle Effizienz. Institutionelle Funktionsfähigkeit meint das Vorliegen von Grundfunktionen des Marktes, nämlich den ungehinderten Zugang zu einem liquiden Markt mit verkehrsfähigen Anlagetitel und einer effizienten Preisbildung.[68] Der informationsbedingte Risikozuschlag im Rahmen der „adverse selection" reduziert sich, was durch bessere Emissionsbedingungen auf dem Primärmarkt den Emittenten zugutekommt. Transparenz steigert Vertrauen und zieht Händler an, steigert damit Handelsaktivität und damit Liquidität und letztlich wird damit umso eher das Ziel der allokativen Effizienz erreicht.[69] Die operationelle Funktionsfähigkeit bedeutet, dass Transaktionskosten am Kapitalmarkt gering gehalten werden. Durch emittentenbezogene Informationsveröffentlichung sinken die Informationssuchkosten der Anleger.[70] Zudem werden Agenturkosten reduziert.[71] Durch die Reduktion von Transaktionskosten geht eine Steigerung der Renditen und folglich die Akzeptanz des Marktes einher.[72] Letztlich sind die Übergänge bzw. Zusammenhänge der einzelnen Funktionen fließend.

4. Zwischenergebnis

Festzuhalten ist, dass Wirtschaftswachstum am Kapitalmarkt nur durch einen funktionsfähigen, d.h. effizienten Markt erreicht wird. Markteffizienz gelingt nur durch Markttransparenz. Markttransparenz setzt jedoch Marktintegrität voraus. Neben der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist daher der Anlegerschutz weiteres Ziel kapitalmarktrechtlicher Regulierung, so auch der MAR. Hierauf soll im Folgenden eingegangen werden.

---

68 *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 104 Rn. 76; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 335 ff.
69 *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 334 f.
70 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2020, Rn. 9; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 S. 125; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 337 ff.
71 *Klöhn*, in: KK-WpHG, Vor §§ 12-14 Rn. 125 ff.; *Rothermund*, Schadensberechnung bei fehlerhafter Sekundärmarktinformation, 2020, S. 62 f.
72 *Oulds*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 11 Rn. 74 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

B. Anlegerschutz

I. Bedeutung der Marktintegrität als zweite Aufgabe der Ad-hoc-Pflicht

Betrachtet man die Auswirkungen von Intransparenz am Markt (siehe das „Market-for-Lemons" Beispiel), wird klar, dass es sich erst recht negativ auf die Markttransparenz auswirken muss, wenn ein Wissensvorsprung als ungerecht empfunden und gezielt zur Erlangung eigener Vorteile ausgenutzt wird.[73] So heist es schon bei *Akerlof*: „It is this possibility that represents the major costs of dishonesty – for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market."[74] Erwägungsgrund 2 der MAR setzt das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und die Märkte und deren Integrität für das Funktionieren des Kapitalmarkts voraus. Marktintegrität meint also die „vertrauensbildende Maßnahme für das Anlegerpublikum, welches sich – mit unerwünschten Konsequenzen für die Marktliquidität – von den Märkten zurückzöge, wenn es damit rechnen müsste, dass es dort nicht mit rechten Dingen zugeht".[75]

Marktmissbrauch verletzt dieses Vertrauen, worunter die MAR gem. Art. 1 unrechtmäßige Handlungen wie Insidergeschäfte (Art. 8 MAR), die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 10 MAR) und Marktmanipulation (Art. 12 MAR) fasst. Erwägungsgrund 23 der MAR stellt klar: Es sind die Insidergeschäfte, die als ungerechtfertigter Vorteil empfunden werden und die Marktintegrität und das Vertrauen der Investoren untergraben. Insoweit wird auch vom „(ungerechtfertigten) Sondervorteil"[76] einzelner Marktteilnehmer gesprochen.

Hier setzt neben der Bildung richtiger Preise die zweite Aufgabe der Ad-hoc-Publizität an. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht hat wesentliche Bedeutung bei der Vermeidung von Insidergeschäften und der Irreführung von Anlegern.[77] Da Insider praktisch nicht überwacht werden können,

---

73 Vgl. *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 8.

74 *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488, 495; auf den Insiderhandel am Kapitalmarkt bezogen *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 110; empirisch dazu *Bhattacharya/Daouk*, The Journal of Finance 57 (2002), 75 ff.

75 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 110.

76 BGH, NJW 2010, 882, Rn. 18; *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19.

77 Erwägungsgrund 49 MAR; grundlegend schon zum WpHG v. 1994, *Hopt*, ZHR 1995, 135, 147.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kann ex-ante keine wirksame Verpflichtung bestehen, deren Wissensvorsprung zu offenbaren, es kann einzig sinnvoll die Nutzung ihres Wissensvorsprungs ex-post sanktioniert werden.[78] Die Ad-hoc-Publizität hingegen entzieht dem Insiderhandel vollständig den Boden.[79] Sie ist das wirksamste Mittel um Insiderhandel zu unterbinden. Je frühzeitiger eine Veröffentlichung von Insiderinformationen stattfindet, desto geringer die Zahl derer, die davon Kenntnis erlangen bei gleichzeitiger Verkürzung des Zeitraums, in dem Insider potenziell Informationen zu ihrem Vorteil nutzen können.[80]

Dem europäischen Insiderrecht ist dabei der „equal access"[81] oder auch ein „Fairness"[82] -Gedanke immanent. Er kommt in der MAR in Erwägungsgrund 24 S. 3 zum Ausdruck.

> *Ob eine Person gegen das Verbot von Insidergeschäften verstoßen hat oder versucht hat, Insidergeschäfte durchzuführen, sollte im Hinblick auf den Zweck dieser Verordnung untersucht werden, der darin besteht, die Integrität des Finanzmarkts zu schützen und das Vertrauen der Investoren zu stärken, das wiederum auf der Gewissheit beruht, dass die Investoren gleichbehandelt und vor der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden.*

Der Gedanke lag bereits der Insiderrichtlinie von 1989 zugrunde, die erstmals ein einheitliches europäisches Verbot von Insiderhandel vorsah.[83] Diesen Gedanken betont auch der EuGH in ständiger Rechtsprechung.[84]

---

78 *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 674 ff.

79 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 8; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (6. Aufl. 2012), § 15 WpHG Rn. 32.

80 *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 675 f.

81 Ausdrücklich in Erwägungsgrund 1 der englischen Fassung der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055; die englische Fassung der MAR verwendet den Begriff „equal footing"; *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 86.

82 *Bachmann*, ZHR 170 (2006), 144, 169 f.; *Caspari*, ZGR 1994, 530, 533; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002, S. 27 f.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 27 ff.; *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, 217, 220.

83 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EG Nr. L 334 S. 30, dazu *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 671.

84 "[…] und das Vertrauen der Anleger zu erhalten, das insbesondere darauf beruht, dass sie gleichgestellt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insider-Information geschützt sind", EuGH, Urt. v. 22.11.2005, Az. C-384/02, Rn. 33 (Grøngaard und Bang); EuGH, Urt. v. 10.05.2007, Az. C-391/04, Rn. 37 (Georga-

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dass Insiderhandel marktschädlich und kein „victimless crime“[85] ist, ist ökonomische Prämisse des europäischen Gesetzgebers.[86] Auch wenn dieser der MAR zugrundeliegende Fairness-Gedanke, insbesondere wegen seiner Unschärfe und gerade wegen seiner Loslösung von ökonomischen Argumenten, aus ökonomischer Sicht nicht in letzter Konsequenz unangreifbar sein mag,[87] muss anerkannt werden, dass gesetzliche Regularien gerade im Bereich von Gerechtigkeits- oder Sozialschutzerwägungen über das hinausgehen dürfen, was ökonomisch bewiesen oder jedenfalls sinnvoll sein mag.[88] Daher soll diese Prämisse hier nicht näher hinterfragt werden. Zuletzt kann man die ökonomische Kritik an der Unschärfe des Fairness-Kriteriums[89] wiederum umgehen, indem man wie etwa *Bachmann* feststellt:

> *„Dabei kommt es nicht so sehr darauf an, welche Geschäfte genau schädlich oder unfair sind, sondern welche Geschäfte von potenziellen Marktteilnehmern (einschließlich nicht-professioneller Investoren) als unfair empfunden werden. Das ist eine psychologische Frage.“*[90]

Damit hat die MAR im Ergebnis mit der Effizienz des Kapitalmarktes einerseits ökonomische Ziele, andererseits mit der Sicherstellung von Marktintegrität und Vertrauen in den Markt, soziologische, moralisch wertende

---

kis); EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 47 (Spector Photo); EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 33 (Geltl/Daimler); EuGH, Urt. v. 11.3.2015, Az. C-628/13, Rn. 21 (Lafonta).

85 *Manne*, Insider trading and the stock market, 1966, S. 61; *Manne*, The Cato Journal 4 (1985), 933, 937; *McGee*, Journal of Business Ethics 91 (2010), 65, 68 ff.; differenzierend: *Grechenig*, ZBB 2010, 232 ff. der Insiderhandel jedenfalls bei negativen Informationen eine positive Wirkung zuspricht; *Hinterleitner/Hornung*, Marktqualität und Insiderhandel auf Kapitalmärkten, 2016, 104 ff.

86 Erwägungsgründe 2, 23 MAR; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 23; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 30 f.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 112 ff., 127.; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 15 Rn. 5; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 173, jeweils m.w.N.; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 30.

87 Ausführlich zu der Kritik: *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 27 ff.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 2020, S. 798 f.; *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 111 ff.

88 *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 174; ähnlich *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 114.

89 In diese Richtung *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 27.

90 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 20.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vorgaben, die allesamt zum Funktionieren des Kapitalmarktes beitragen sollen. Es gilt daher zu klären, wie diese zueinander stehen.

II. Verhältnis der Ziele der MAR untereinander

Ungeeignet sind bei der Auslegung der MAR ökonomische Ansätze, die ausschließlich Effizienz als maßgebliches Ziel verfolgen.[91] Auch wenn die ökonomische Analyse im Kapitalmarktrecht vom Gesetzgeber intendiert sein mag, so ist insbesondere ihre Modellartigkeit und die ihr fehlende rechtliche Wertung Hauptkritikpunkt.[92] Nach Erwägungsgrund 28 MAR sollen Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, nicht als Insiderinformationen angesehen werden. Die MAR erkennt also selbst, dass die halbstrenge Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese nicht der Realität entspricht.[93] Ferner ist die Grundprämisse des rational und ausschließlich am Eigennutz orientierten handelnden homo oeconomicus widerlegt.[94]

Aufgrund der ausdrücklichen gesetzgeberischen Wertung sind die der MAR immanenten Fairnesskriterien zu berücksichtigen, denn sie sind nach den Wertungen des Gesetzgebers ebenfalls geeignet, zur Erreichung von Wirtschaftswachstum und Wohlstand beizutragen und würden bei reiner Berücksichtigung der Effizienz ausgeblendet werden.[95] Es lässt sich dabei schwer mit dem Noise Trader-Ansatz vereinbaren, dass einerseits Transparenz am Kapitalmarkt und Vertrauen der Anleger geschützt werden sollen, andererseits „nützliche Idioten" vorhanden sein müssen, ohne die der Preisbildungsmechanismus am Kapitalmarkt nicht funktionieren kann. Gerechtigkeit erweist sich vielmehr als Grundbedingung der Effizienz; eine Trennung zwischen Effizienz und Gerechtigkeit sollte nicht

---

91 Etwa *Kaplow/Shavell*, Fairness versus welfare, 2002, S. 52 ff.; *Kaplow/Shavell*, Journal of Legal Studies 32 (2003), 331 ff.; dazu *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 383; bzgl. der teleologischen Auslegung der MAR *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19 f.

92 Grundlegend zur Kritik *Fezer*, JZ 41 (1986), 817 ff.; *Fezer*, JZ 43 (1988), 223, 224 ff.; dazu *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 5 Rn. 130 f.

93 *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 335.

94 *Veil*, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 6 Rn. 6 mwN.; *Wilhelmi*, Risikoschutz durch Privatrecht, 2009, S. 24 ff.; ausführlich zu den feststellbaren Verhaltensanomalien *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 71 ff.

95 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

stattfinden, da es vielfältige Interdependenzen gibt.[96] So führt zwar die Pareto-Effizienz insgesamt zur Wohlstandssteigerung, sie kann aber zu einer unterschiedlich starken Verteilung von Ressourcen führen, was letztlich dazu führt, dass die Form der Effizienz als unfair empfunden wird.[97] Nichts anderes kann bei der Kaldor-Hicks-Effizienz gelten, da hier sogar Effizienz vorliegt, wenn nur die Gewinne der Gewinner, die Verluste der Verlierer übersteigen, bei nur potenzieller Kompensation.[98]

Vergleicht man Markteffizienz und Vertrauen in den Markt, zeigt sich folgender Befund. Wenn der Markt nur wenig effizient ist, ist das negativ für die allokative Ressourcenverteilung und damit für das Wirtschaftswachstum nachteilig und senkt die Akzeptanz des Marktes. Fehlt jedoch das Vertrauen in den Markt, kommt er wie geschildert zum Erliegen. Im Gegensatz zum regelmäßig erwähnten schützenswerten Vertrauen der Anleger, hat sich auch die Rechtsprechung des EuGH bislang nicht an kapitalmarkttheoretischen (also der Kapitalmarkteffizienzhypothese) oder empirischen Erkenntnissen (z.B. Behavioral Finance) orientiert.[99]

Die kapitalmarktrechtliche Literatur vertritt jedoch zum Teil, Anlegerschutz sei nur ein Reflex des Funktionenschutz.[100] Das Ergebnis kommt regelmäßig vor dem Hintergrund auf, die Schutzgesetzeigenschaft von Art. 17 Abs. 1 MAR und damit einen individuellen Schadensersatzanspruch nach § 823 Abs. 2 BGB zu verneinen.[101] Richtigerweise wird man sagen können: Beim Funktionenschutz und Anlegerschutz handelt es sich um „zwei Seiten derselben Medaille“[102]. Wie bereits Hopt 1975 sagte, bedingen sie sich gegenseitig derart, dass „wer das eine schützt, zugleich

96 *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 243; *Lieth*, Ökonomische Analyse des Rechts, 2007, S. 49 ff.

97 *Armour/Awrey/Davies u.a.*, Principles of financial regulation, 2016, S. 54; ähnlich *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 58 f.; *Kersting*, Theorien der sozialen Gerechtigkeit, 2000, S. 108.

98 *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 316 f.; *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 69 ff.

99 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 463; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 36; GA Mengozzi, ZIP 2012, 615, Rn. 93 spricht in seinen Schlussanträgen in Geltl/Daimler den Information Overload an, der jedoch vom EuGH nicht explizit aufgegriffen wurde.

100 *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 383; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 5; *Oulds*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 11 Rn. 86; ähnlich *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.70 f.

101 Näher *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 19 ff.

102 *Assmann*, ZGR 1994, 494, 499; *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 784 ff.; *Hopt*, ZHR 1995, 135, 159; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 177; ähnlich auch *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 156.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

das andere schützt, und gibt er das andere preis, geht das auch zu Lasten des einen".[103]

Die aufgezeigten Ziele der MAR (Effizienz, Transparenz, Marktintegrität, kein ungerechtfertigter Sondervorteil) sind jedoch derart miteinander verknüpft, dass sie sich dahingehend kausal bedingen, dass eine „Zweckstaffelung" vorliegt.[104] Zwar ist Effizienz das oberste Mittel zur Erreichung von Wirtschaftswachstum und Wohlstand, die Vermeidung von ungerechtfertigten Sondervorteilen das unterste in der Kausalkette. Reine Kapitalmarkteffizienz muss aber als ein Meta- oder Idealziel gesehen werden, denn letztlich lässt sich reine Kapitalmarkteffizienz nie ganz erreichen.[105] Fairness und Vertrauen in den Kapitalmarkt sind im Gegensatz zum Effizienzbegriff und den modellartigen Lösungen der Kapitalmarkteffizienzhypothese die konkretesten Zwecke der MAR und deren Grundbedingung um für einen funktionierenden Markt zu sorgen, weswegen sich der Zweck Vertrauensschutz für die Auslegung der MAR besser eignet.[106] Dass der Vertrauensschutz und nicht Effizienzüberlegungen Grundbedingung für die Ziele der MAR ist, bestätigt nun neuerdings und an vorderster Stelle, Art. 1 MAR, wonach Gegenstand der MAR ist, einen gemeinsamen Rechtsrahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch zu schaffen, um die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken.

III. Zwischenergebnis für die weitere Untersuchung: Die Verhinderung des ungerechtfertigten Sondervorteils als zentrales Ziel der MAR

Vertrauensschutz der Anleger soll daher, soweit es darauf ankommt, gegenüber Effizienzüberlegungen Vorrang erhalten und in der folgenden Untersuchung primär zugrunde gelegt werden. Klarstellend muss jedoch gesagt werden, dass sich das durch die MAR geschützte Anlegervertrauen primär auf die von Marktmissbrauch freie Marktpreisbildung bezieht, nicht auf ein Vertrauen in einen „richtigen" oder „effizienten" Markt-

103 *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 337.

104 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19 unter Verweis auf; *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 671 "Bündel unterschiedlicher Ziele"; ähnlich auch *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 489.

105 *Sester*, ZGR 38 (2009), 310 ff.

106 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 18 ff.; *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 671.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

preis.[107] Wenn die Kapitalmarkteffizienzhypothese schon auf der Ausnutzung einer Arbitragemöglichkeit aufbaut, welche das Bestehen von Über- oder Unterbewertungen und damit Abweichungen vom „richtigen Preis" voraussetzt, kann in Realität bei bestehenden Verhaltensanomalien, Spekulationsblasen und Kurssprüngen am Markt erst recht kein Anleger darauf vertrauen, dass der Marktpreis der richtige ist.[108] Insofern soll bei der Auslegung der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten dem zweiten Ziel, der Vermeidung von Insiderhandel, Vorrang gegenüber dem ersten Ziel, der Bildung richtiger bzw. effizienter Preise, zukommen.

1. Der Schutz der Informationshändler

Damit noch nicht geklärt ist, welcher Typ von Anlegern genau im Rahmen der MAR geschützt ist bzw. welcher nun geschützt werden muss, damit die Anleger in ihrer Gesamtheit dem Markt Vertrauen schenken. Erwägungsgrund 23 nach ist „das wesentliche Merkmal von Insidergeschäften […] ein ungerechtfertigter Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil *Dritter* erzielt wird, die diese Informationen nicht kennen, und infolgedessen in der Untergrabung der Integrität der Finanzmärkte und des Vertrauens der Investoren."[109]

Wer diese Dritten sind, verrät die MAR nicht. Vom Wortlaut her sind es auf den ersten Blick betrachtet all diejenigen, welche die Informationen nicht kennen. Das wären alle „Outsider" und so meint es wohl auch der EuGH unter Verweis auf den equal access Grundsatz etwa in der Entscheidung Georgakis:

> *„Demnach verfolgt das […] Verbot das Ziel, die Gleichheit der Vertragspartner bei einem Börsengeschäft zu gewährleisten, indem es verhindert, dass einer von ihnen, der über eine Insider-Information verfügt und deshalb einen Vorteil gegenüber den anderen Anlegern hat, daraus zum Nachteil des anderen, der dies nicht weiß, einen Nutzen zieht."*[110]

---

107 *Gbekor*, Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht, 2019, S. 278 ff.

108 Ausführlich *dies.*, Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht, 2019, S. 278 ff.

109 So bereits EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 52 (Spector Photo).

110 EuGH, Urt. v. 10.05.2007, Az. C-391/04, Rn. 38 (Georgakis).

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

In der Rechtsache Geltl/Daimler heißt es, dass Insider Nutzen aus bestimmten Informationen ziehen können und zwar

„zulasten Dritter, die von diesen Informationen keine Kenntnis haben".[111]

Genau genommen dürfen diese Dritten aber nicht nur die Informationen nicht kennen, sondern müssen auch einen Nachteil haben. Folgt man der Kapitalmarkteffizienzhypothese, so sollen das nur die Informationshändler sein, denn sie seien diejenigen, die durch den Insiderhandel einen messbaren Nachteil erleiden.[112] Dem hat sich ein wesentlicher Teil der jüngeren insiderrechtlichen Literatur angeschlossen.[113] Bei der Erzielung eines Arbitragegewinns konkurrieren Informationshändler erstens mit den Insidern, gegen deren Wissensvorsprung sie nicht ankommen und damit ihre Suchkosten nicht amortisieren können.[114] Zweitens verlieren Informationshändler zusätzlich Geld indem sie die durch den Insiderhandel ausgelösten Bewegungen am Markt in Richtung Fundamentalwert irrtümlicherweise als Rauschen („noise")[115] wahrnehmen. Ohne Kenntnis der Insiderinformation wird der Informationshändler nämlich einen Kursrückgang als Unterbewertung interpretieren und die Aktie kaufen bzw. bei Kurssteigerung als überbewertet betrachten und verkaufen. Nach Bekanntwerden der Insiderinformation wird er seinen Irrtum und damit Verlust erkennen. Diese langfristig negativen Aussichten am Markt führen letztlich dazu, dass sich die Informationshändler vom Markt zurückziehen.[116]

Das Ergebnis soll deutlicher werden, wenn man die Auswirkungen des Insiderhandels aus ökonomischer Sicht auf andere Gruppen am Markt betrachtet. Die weitere relevante Gruppe am Markt, die Liquiditäts- oder auch Utilitätshändler sind vom Insiderhandel nicht beeinträchtigt. Sie

111 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 47 (Geltl/Daimler).

112 Im Folgenden *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711 ff.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 110 ff.; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 372 ff.; *Klöhn*, AG 2016, 423, 424.

113 *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 59 ff.; *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 34 ff.; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 60; *Rothermund*, Schadensberechnung bei fehlerhafter Sekundärmarktinformation, 2020, S. 69 ff.; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 13; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 56 ff.; *Spatz*, Die Insiderinformation bei Unvorhersehbarkeit der Richtung der Kursauswirkung, 2019, S. 88; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 64 ff.

114 *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 716, 726.

115 Grundlegend *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529 ff.

116 *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 733 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bleiben rational uninformiert, denn sie sind nicht an der Arbitragemöglichkeit interessiert, sondern an langfristigen Portfolioinvestitionen und können sich durch hinreichende Diversifizierung, i.d.R. durch Investition in Aktienindizes, vor Insiderhandel schützen.[117] Die letzte hier relevante Gruppe sind die „Noise Trader". So wird vertreten, dass die Noise Trader nicht Opfer des Insiders werden, denn sie hätten das Geschäft wohl auch mit einem Outsider zum selben oder, geht man davon aus, dass Insiderhandel Informationen in den Markt trägt, sogar zu einem schlechteren Preis abgeschlossen und werden somit Opfer ihrer Unkenntnis.[118]

2. Alternative Ansätze

Es stellt sich die Frage, ob es auch andere Modelle gibt, die insbesondere nicht nur auf den Schutz des Informationshändlers abstellen, sondern den Schutz des „einfachen- bzw. Kleinanlegers" oder aller Anleger im Blick haben. Zumindest hat sich die EU-Kommission in ihrem Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion auch zum Ziel gesetzt, Anlegervertrauen zu fördern, damit umfassende Bankspargutha ben von Kleinanlegern wieder einem besseren Nutzen am Kapitalmarkt zugeführt werden.[119]

Der „kleine Anleger" sei jedenfalls nicht geschützt, da dieser immer zu spät komme, in erster Linie seien es daher die „ ‚Börsenprofis', die dann als erste – und nicht erst als zweite, eine wichtige Nachricht ausnutzen können; insbesondere Banken, Makler und Börsenhändler".[120] Andererseits wird vertreten, dass die Geschädigten des Insiderhandels alle Aktionäre seien, wenn sich Insider vor Bekanntwerden von positiven Informationen deren erwartete Profite aneignen.[121] Es handle sich um einen „Diebstahl" im *funktionalen* Sinne.[122] Dass der Anleger mit einem anderen als dem Insider

117 *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 726 f.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 87 ff.; auf die dort näher beschriebene Auswirkung auf die Geld/Brief-Spanne der Liquiditätshändler soll hier nicht näher eingegangen werden.

118 *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 672; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 358; *Klöhn*, in: KK-WpHG, Vor §§ 12-14 Rn. 30; *Mennicke*, in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 445; *Pfister*, ZGR 1981, 318, 341.

119 Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 30.9.2015, COM(2015) 468 final, S. 20; in Erwägungsgrund 1 der EU-Prospektverordnung heißt es darauf bezogen „Anlegern sowie Sparern zusätzliche Ertragsmöglichkeiten zu bieten".

120 *Pfister*, ZGR 1981, 318, 338 f.

121 *Grechenig*, ZBB 2010, 232, Vgl.

122 *Ders.*, ZBB 2010, 232, 239 , Hervorhebung im Original.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

das Geschäft zum gleichen Preis geschlossen hätte, müsse als unbeachtliche Reserveursache betrachtet werden.[123] In dieselbe Richtung des Informationsdiebstahls geht der vor allem aus den USA stammende Ansatz, den Emittenten als Schutzadressaten zu betrachten.[124] Dagegen spricht, dass das europäische Insiderrecht marktbezogen und nicht emittentenbezogen ausgestaltet ist, insbesondere ist die Insiderstellung und das Insiderhandelsverbot nicht von einer Beziehung zum Emittenten abhängig.[125]

Ein eher schadensrechtlich intendierter Ansatz kommt von *Beneke/Thelen*[126]. Unter der Prämisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese sei das Insiderhandelsverbot eine Schutznorm zugunsten der Arbitragemöglichkeit der Informationshändler. Es sei zwar unmittelbar der Informationshändler geschädigt, sofern er selbst mit dem Insider handelt, sofern der Insider aber mit anderen Marktteilnehmern handelt, seien die Informationshändler nur mittelbar – nämlich im Verlust der Arbitrage*möglichkeiten* – geschädigt. Da jeder Informationshändler eben nur diese Möglichkeit auf einen Arbitragegewinn habe, könne der Schaden dogmatisch nur kompensiert werden, indem man den Handelspartnern des Insiders im Wege der Naturalrestitution nach § 249 BGB einen Anspruch auf Rückabwicklung des Geschäfts gebe, so dass letztlich die Arbitragemöglichkeit wieder den Informationshändlern zu Verfügung stünde. Als Arbitragemöglichkeit der Informationshändler seien die anderen Marktteilnehmer folglich im Schutzbereich des Insiderhandelsverbots.[127]

Das Problem dieses Ansatzes besteht daran, dass der im besagten Erwägungsgrund 23 verwendeten Begriffe des „Nachteils" bzw. der englischen Fassung „detriment" mit dem Begriff „Schaden" gleichgesetzt werden und letztlich eine schadensrechtliche Differenzhypothese vorgenommen wird.[128] Zudem gibt das europäische Insiderrecht den Mitgliedstaaten keine Pflicht zur zivilrechtliche Sanktionierung von Verstößen hiergegen

123 So *ders.*, ZBB 2010, 232, 324.
124 Näher *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 40 ff.
125 *Assmann*, ZGR 1994, 494, 499; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 4.
126 *Beneke/Thelen*, BKR 2017, 12 ff.
127 *Dies.*, BKR 2017, 12, 18 ff.
128 Insoweit bestehen Unterschiede in den einzelnen Sprachfassungen. Während der Begriff Schaden in Erwägungsgrund 73 der englischen Fassung „damage" bzw. der spanischen Fassung „daño" lautet, lautet er in Erwägungsgrund 47 einmal „harm" bzw. „perjuicio" und dann wieder „detriment" bzw. „detrimento".

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

vor.[129] Auch wenn man wie *Beneke/Thelen* Art. 14 MAR als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB sieht, kann dies nicht dazu führen, dass diese nationalen schadensrechtlichen Überlegungen auf die Auslegung der MAR übertragen werden können. Letztlich führt diese mittelbare Form der Einbeziehung uninformierter Anleger dazu, dass sie wieder zu den „nützlichen Idioten" des Informationshändlers degradiert werden. Zudem sind die Ausführungen im Ergebnis wieder zu modellartig und realitätsfern.

C. Ergebnis: Marktmissbrauchsrecht als Systemvertrauensschutz für alle Anleger

Unter dem Modell der Kapitalmarkteffizienzhypothese trägt der Schutz des Informationshändlers sicher zur Kapitalmarkteffizienz bei. Daher ist klar, dass er zum Retter effizienter Kapitalmärkte erkoren wird. Fairness und Vertrauen wird daher im Sinne der ökonomischen Analyse gar nicht abgelehnt und sei sogar ein „Gütesiegel jeden Kapitalmarktes", weil gleichberechtigter Informationszugang die Informationshändler schütze,[130] aber eben auch nur diese schützen soll.

Eigentlich ließe sich der Schutz des Informationshändlers gut vertreten. Der Schutz des Informationshändlers verletzt nicht den dem Insiderrecht innewohnenden Fairnessgedanken. Da der Informationshändler nur die Informationen verwendet, die jedem anderen Anleger auch zu Verfügung stünden, dürften keine Gerechtigkeitsprobleme entstehen, wenn und solange sich der informierte Informationshändler seinen Wissensvorsprung verdientermaßen erarbeitet hat.[131] Dass sich Profis am Kapitalmarkt schon von Berufs wegen besser auskennen und erfolgreicher sind, ist in der marktwirtschaftlichen Grundordnung wohl nichts, was zu missbilligen wäre.[132] Dafür spricht auch Erwägungsgrund 28, wonach Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wur-

---

129 Insoweit bestehen lediglich verwaltungs- und strafrechtliche Vorgaben, vgl. Art. 30 MAR und die Richtlinie 2014/57/EU, siehe auch *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 18 ff.

130 *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 38.

131 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 112 f.; ähnlich *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 30 f.

132 *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, 30 f.; *Hartmann*, Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels, 1999, S. 207; *Klöhn*, in: FS U.H. Schneider 2011, S. 633, 647.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

den, nicht als Insiderinformationen angesehen werden sollen, weil sie ja öffentlich verfügbar sind.[133]

Allerdings leidet der Informationshändleransatz darunter, dass nach der Kapitalmarkteffizienzhypothese die uninformierten Händler weiterhin die notwendigen und „nützlichen Idioten" zum Funktionieren des Arbitragehandels sind, was dem der MAR immanenten Fairness-Gedanken widerspricht. Außerdem ist der Informationshändler der Kapitalmarkteffizienzhypothese eben nur Fiktion. Marktteilnehmer lassen sich unter einer Vielzahl von Merkmalen wie Rationalität, Professionalität, Institutionalität, Risikobereitschaft, Informationsstand und Liquidität einordnen, aber eben nur modellartig und letztlich nicht trennscharf.[134]

Letztlich kommt es auf die Frage, wer genau den Schaden durch Insiderhandel trägt, nicht an erster Stelle an. Denn auch wenn vom Insiderhandel nur die Informationshändler geschädigt werden, werden letztlich alle Teilnehmer dem Markt Vertrauen entziehen und ihn verlassen.[135] Es verwundert daher nicht, dass der EuGH die Frage bislang nicht genauer erörtert hat. Es geht nämlich dem Insiderrecht darum, ein „Systemvertrauen" in den Kapitalmarkt herzustellen.[136] Es ist daher, wie *Bachmann* treffend vergleicht, beim Kapitalmarkt letztlich wie im Casino: „Auch dort wird unlauteres Spiel ungeachtet der Frage verboten, wer hier wie konkret geschädigt wird, weil unlauteres Spiel den Ruf des Casinos als Institution trübt."[137]

Damit bestätigt sich, dass primäres Auslegungsziel die Vermeidung des als ungerecht empfundenen Sondervorteils ist. Die primäre Frage lautet daher nicht, wer vom Insiderhandel geschädigt ist, und wie die Effizienz des Kapitalmarkts gesteigert werden kann. Primäres Ziel ist die Verhinderung des Sondervorteils, den Insider erhalten, damit letztlich alle Anleger dem „System Kapitalmarkt" Vertrauen schenken.

---

133 Ebenso schon zur alten Rechtslage unter Verweis auf den ähnlich formulierten § 13 Abs. 2 WpHG a.F. *Hartmann*, Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels, 1999.

134 *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 23 f.

135 Vgl. *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 21; ähnlich *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 110.

136 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 115; *Mehringer*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007, S. 37 f.

137 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 21 m. Fn. 51.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-25 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY