

Schwerpunktbereich

Victor Habrich*

Eine ökonomische Einführung ins Kapitalmarktrecht (Teil 2)

Kapitalmarktrecht (Regelungsbedürftige Probleme, Rechtsinstitute, Charakteristika) und Kapitalmarkteffizienz

<https://doi.org/10.1515/jura-2022-3233>

Dieser zweite Teil einer ökonomischen Einführung ins Kapitalmarktrecht setzt den ersten Teil aus JURA 2023, 442 ff. fort. Er stellt verschiedene regelungsbedürftige Probleme sowie die zu ihrer Lösung berufenen Rechtsinstitute dar und hebt fünf Charakteristika des Kapitalmarktrechts hervor. Zum Schluss behandelt er die Frage nach der »Richtigkeit« der Börsenpreise von Aktien und zeigt deren rechtliche Relevanz auf.

Stichwörter: Kapitalmarktrecht, Informationsasymmetrie, Publizitätspflichten, Insiderhandel, Marktmanipulation, Unternehmensübernahmen, Individualschutz, Kapitalmarkteffizienz, Börsenpreis

III. Kapitalmarktrecht

Im Folgenden wird aufbauend auf die Ausführungen zur Funktionsweise des Kapitalmarkts (Primär- und Sekundärmarkt) das Kapitalmarktrecht angegangen. Dafür wird aufgezeigt, welche zentralen Probleme im Einzelnen bestehen und welche Rechtsinstitute zu ihrer Lösung berufen sind (1.). Anschließend werden fünf Charakteristika des Kapitalmarktrechts hervorgehoben (2.).

1. Regelungsbedürftige Probleme und zu ihrer Lösung berufene Rechtsinstitute

Eine freiheitliche, auf Privatautonomie gegründete Rechtsordnung muss sich rechtfertigen, wenn sie reguliert.¹ Regelungsbedürftige – und damit regelungsrechtfertigende – Probleme waren in der bisherigen Darstellung der Kapitalmärkte indes nicht zu erkennen. Das liegt daran, dass ein Idealbild gezeichnet wurde, das sich in der Praxis nicht einmal annähernd so präsentieren würde, wären die Kapitalmärkte bzw. ihre Marktteilnehmer keinen spezifischen Regelungen unterworfen.

a. Informationsgefälle zwischen Emittenten und Anlegern – Publizitätspflichten

Anleger wissen viel weniger über den Emittenten als dieser über sich. Dadurch besteht ein Informationsgefälle zwischen Emittenten und Anleger, das derart problematisch ist, dass es als »kapitalmarktrechtliche[r] Urkonflikt«² bezeichnet wird. Warum aber sind Informationen über den Emittenten so wichtig? Warum besteht dieses Informationsgefälle? Und warum stellt das Informationsgefälle ein so großes Problem für die Funktionsfähigkeit des Marktes dar? Der Reihe nach:

Informationen über den Emittenten sind für den Anleger deshalb so wichtig, weil sie höchst relevant für die Bewertung der Aktien und Anleihen des Emittenten sind. Ohne diese Informationen würde er mit dem Erwerb eines Wertpapiers die »Katze im Sack« kaufen.

Dieses Informationsgefälle besteht deshalb, weil Anleger lediglich von außen auf das Unternehmen schauen können, viele interne Vorgänge aber nicht nach außen treten.

*Kontaktperson: Victor Habrich, Doktorand und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht in Heidelberg (Lehrstuhl Prof. Dr. Marc-Philippe Weller).

¹ Vgl. Fleischer, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, S. F 22.

² Vgl. Fleischer (Fn. 1), S. F 22f.

Zwar wäre es denkbar, dass sich der Anleger die erforderlichen Informationen durch intensive Informationssuche selbst beschafft (*screening*) oder der Emittent bewertungsrelevante Informationen freiwillig den Anlegern zur Verfügung stellt (*signaling*).³ Der Gesetzgeber geht jedoch davon aus, dass solche Marktmechanismen allein die erforderlichen Informationen den Anlegern nicht verfügbar machen. Man denke an die Kosten und die begrenzte Machbarkeit der Informationsbeschaffung bzw. an die Versuchung des Emittenten, freiwillig nur die schönen Informationen zu verkünden, sozusagen als PR-Maßnahme, die unschönen hingegen zu unterschlagen.

Zur Beantwortung der letzten Frage, inwieweit dieses Informationsgefälle für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts Probleme darstellt, ist zwischen der Situation auf dem Primärmarkt und derjenigen auf dem Sekundärmarkt zu unterscheiden.

aa. Auf dem Primärmarkt – Prospektpflicht

Auf den Primärmärkten, wo sich Emittenten und Anleger gegenüberstehen, führt die Informationsasymmetrie vordergründig zunächst dazu, dass Anleger eine deutlich höhere Risikoprämie verlangen, da sie die ihnen vom Unternehmen versprochenen bzw. in Aussicht gestellten künftigen Zahlungen kaum noch sicher prognostizieren können. Dadurch erhöhen sich die Kapitalkosten der Unternehmen erheblich und risikoaverse Anleger bleiben dem Kapitalmarkt möglicherweise fern; beides ist aus volkswirtschaftlicher Sicht bedauerlich.

Es kommt aber noch schlimmer: Die Informationsasymmetrie zwischen den Marktgegensenden führt schlussendlich zum *Marktversagen*. Aufgezeigt hat dies *George A. Akerlof* in seinem berühmten Aufsatz *The Market for »Lemons«: Quality Uncertainty and Market Mechanism*.⁴ Als Beispiel wählte er einen Markt für Gebrauchtwagen, auf dem Verkäufer Autos in unterschiedlicher Qualität zu entsprechend unterschiedlichen Preisen Käufern anbieten, die die Qualität der Exemplare jedoch nicht erkennen können. Diese Qualitätsunsicherheit stört den Preismechanismus: Kunden können Autos von guter Qualität nicht von denjenigen schlechter Qualität (engl. *lemons*) unterscheiden und folglich sich nicht sicher sein, dass höher bepreiste Gebrauchtwagen auch tatsächlich von besserer Qualität sind.⁵ Die Preise am Markt sind nicht in der Lage, die unterschied-

liche Qualität der Autos widerzuspiegeln; es bilden sich keine Wettbewerbs-, sondern nur Durchschnittspreise.⁶ Da das Anbieten von Gebrauchtwagen mit guter Qualität keinen zusätzlichen Anreiz für Verkäufer bereithält, kommt es zu einem zunehmenden Qualitätsverlust der Angebote auf dem Markt.⁷ Diese Abwärtsspirale (*adverse selection*) führt in letzter Konsequenz den Zusammenbruch des Marktes herbei.⁸

Dieses klassische Marktversagensproblem rechtfertigt eine staatliche Regulierung.⁹ Um die Informationsasymmetrien zwischen Gebrauchtwagenkäufer und -verkäufer zu beseitigen, errichtet der Gesetzgeber ein Gewährleistungsregime (Verbrauchsgüterkaufrecht, §§ 433 ff., 474 ff. BGB) und eine AGB-Kontrolle (§§ 305 ff. BGB).¹⁰ Um »die Informationsasymmetrien zwischen Anlegern und Emittenten [zu] beseitig[en]« (ErwGr 3 ProspektVO), verpflichtet der (europäische) Gesetzgeber die Emittenten von Wertpapieren zur Veröffentlichung (bewertungs-)relevanter unternehmensinterner Informationen in einem Prospekt (Prospektpflicht, vgl. Art. 3 ProspektVO). Aus systematischer Sicht sei angemerkt, dass dies im Gegensatz zum allgemeinen Zivilrecht steht, wo ein Rechtsverkehrsteilnehmer grundsätzlich nicht verpflichtet ist, seinen Informationsvorsprung im Rahmen eines Vertragsabschlusses durch Offenbarung aufzugeben.¹¹

Die Informationsbereitstellung geht mit Kosten einher, die der Gesetzgeber den Emittenten auferlegt. Ökonomisch wird dies damit gerechtfertigt, dass die Emittenten der *cheapest cost avoider* bzw. *cheapest information provider* sind.¹² Das bedeutet, dass von allen in Frage kommenden Informationsbereitstellern für sie dabei die geringsten Kosten anfallen.

Verletzt der Emittent die Prospektpflicht, setzt er sich sowohl öffentlich-rechtlichen Sanktionen (z. B. bei gänzlich fehlendem Prospekt einem Bußgeld nach § 24 Abs. 3 Nr. 1 WpPG) als auch zivilrechtlichen Schadensersatzansprüchen der Anleger aus (Prospekthaftung; §§ 9 f. WpPG bei Fehlerhaftigkeit und § 14 WpPG bei Fehlen des Prospekts).

³ Zur Signal-Theorie *Brinckmann* in Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 6 Rn. 21.

⁴ *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics Vol. 84, No. 3 (1970), 488 ff.

⁵ *Brinckmann* (Fn. 3), § 16 Rn. 6.

⁶ *Brinckmann* (Fn. 3), § 16 Rn. 6.

⁷ Vgl. *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2022, § 1 Rn. 5.

⁸ *Brinckmann* (Fn. 3), § 16 Rn. 6; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2021, Rn. 37.

⁹ Vgl. *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 144.

¹⁰ Siehe dazu *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse des Zivilrechts, 6. Aufl. 2020, S. 579 f. bzw. 617 ff.

¹¹ Monographisch dazu *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001.

¹² *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 11.

bb. Auf dem Sekundärmarkt – Ad-hoc-Publizitätspflicht

(1) Vertrauensverlust der Anleger und fehlerhafte

Preisbildung

Schon kurze Zeit nach der Emission sind viele der im Prospekt veröffentlichten Informationen veraltet. Fortlaufend entstehen neue relevante unternehmensinterne Informationen, zu deren Veröffentlichung das Unternehmen nach der Prospektspflicht, die nur am Primärmarkt besteht, nicht verpflichtet ist. Zwar müssen Unternehmen im Rahmen der Regelpublizität periodisch über sich selbst informieren, insbesondere über ihre Geschäftsentwicklung und Bilanz;¹³ eine hinreichende Informationsversorgung vermag diese jedoch nicht zu gewährleisten. Für Anleger bestünde damit die Gefahr, überbewertete Wertpapiere zu erwerben und unterbewertete zu veräußern.¹⁴ Dies wäre dem *Anlegervertrauen* und damit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts abträglich.¹⁵

Die *Preisbildung* wäre *fehlerhaft*. Die Börsenpreise entsprächen nicht dem »wahren« Wert der jeweiligen Wertpapiere.¹⁶ Das Allokationssignal Preis wäre ein Irrlicht und würde die wohlfahrtsrelevante Kapitalallokation beeinträchtigen.

Der (europäische) Gesetzgeber statuiert deshalb in Fortschreibung der primärmarktrechtlichen Prospektpublizität eine sekundärmarktrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 MAR), wonach das Unternehmen neue relevante unternehmensinterne Informationen (Insiderinformationen, Art. 7 MAR) laufend und sofort veröffentlichen muss. Die Verletzung dieser Pflicht kann, parallel zur Prospektspflicht, sowohl öffentlich-rechtliche (z. B. ein Bußgeld nach § 120 Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG) als auch zivilhaftungsrechtliche Sanktionen nach sich ziehen (Haftung wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen nach § 97 WpHG und wegen Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen nach § 98 WpHG).

(2) Verhütung von Insiderhandel

Gäbe es keine Ad-hoc-Publizitätspflicht, wäre es ferner für Insider, insbesondere für Verwaltungsmitglieder des Unternehmens, leichter, Insiderhandel zu betreiben. Darunter versteht man das Tätigen von Geschäften am Markt unter Verwendung von Insiderinformationen, d. h. von nicht

öffentlich bekannten, kursrelevanten Informationen.¹⁷ Ist einem Vorstandsmitglied bekannt, dass sich der Abschluss eines für das Unternehmen vielversprechenden Vertrags anbahnt, könnte er in Kenntnis dieser Information beispielsweise eine Vielzahl an Aktien »seines« Unternehmens erwerben, um vom Kursanstieg infolge des öffentlichen Bekanntwerdens dieser Information zu profitieren. Mit Veröffentlichung der maßgeblichen Informationen verliert diese Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation; mit ihr können keine Insidergeschäfte mehr getätigt werden. Auch diesen Zweck verfolgt die Ad-hoc-Publizitätspflicht (ErwGr 58 MAR).

b. Insiderhandel – Insiderhandelsverbot

Den Insiderhandel, dem die Ad-hoc-Publizitätspflicht präventiv den Boden entziehen soll, hat der (europäische) Gesetzgeber in Art. 14 MAR verboten (Insiderhandelsverbot). Während dieses Verbot intuitiv und rechtsethisch einleuchtet, lassen sich aus ökonomischer Warte Zweifel an dessen Rechtfertigung formulieren. So vertrat prominent *Henry G. Manne* in den 1960er Jahren, dass vom Statuieren eines Insiderhandelsverbots abgesehen werden sollte.¹⁸ Begründet hat er dies vor allem mit der Effizienz des Marktes bzw. der Preisbildung auf diesem. Wenn Insider, angetrieben vom finanziellen Eigeninteresse, unter Verwendung interner Informationen Geschäfte am Markt tätigen würden, sei dies der Bildung korrekter Preise zuträglich.¹⁹ Außerdem stelle der Insiderhandel ein *victimless crime* dar, da Anleger, die aufgrund der Anonymität des Transaktionspartners an Börsen zufälligerweise ihre Aktien an Insider veräußern oder von diesen erwerben, ohnehin zum Verkauf bzw. Kauf bereit gewesen wären.²⁰

Das entscheidende Argument, mit dem sich das Insiderhandelsverbot zur rechtlichen Selbstverständlichkeit erhoben hat, ist die Gleichbehandlung der Anleger; diese ist für das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt von elementarer Bedeutung (Institutions- oder Vertrauensschutzargument)²¹.

¹³ *Kumpan/Grütze* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 17 MAR Rn. 22; zur Regelpublizität bündig *Lehmann*, Grundriss des Bank- und Kapitalmarktrechts, 2016, Rn. 140 f.

¹⁴ *Poelzig* (Fn. 8), Rn. 38.

¹⁵ Vgl. ErwGr 55 MAR.

¹⁶ Dazu ausführlich unter IV.

¹⁷ *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 540.

¹⁸ *Manne*, Insider Trading and the Stock Market, 1966, S. 11–158; dazu *Hopt*, Ökonomische Theorie und Insiderrecht, AG 1995, 353 ff.

¹⁹ Beschreibend *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 541; dazu, wie Informationen in Börsenkurse einfließen, genauer unter IV.

²⁰ Beschreibend *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 541; *Hopt*, AG 1995, 353, 355.

²¹ *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 30.

c. Intransparente Beteiligungsverhältnisse – Beteiligungspublizität

Werden Aktien gehandelt, so ändern sich mit jedem durchgeführten Handel die Beteiligungsverhältnisse innerhalb der Aktiengesellschaft. Im Einzelfall kann damit eine bedeutende Änderung der Aktionärsstruktur und der Beherrschungsverhältnisse einhergehen, was eine erhebliche Bedeutung für die Zukunft der Aktiengesellschaft sowie deren strategische Ausrichtung haben kann.²² Man stelle sich vor, dass ein neuer Großaktionär (*blockholder*) in ein Automobilunternehmen eintritt, dessen *business model* bislang am Verbrennungsmotor festhielt, und über die Ausübung seiner Stimmrechte eine tiefgreifende Unternehmenstransformation hin zur E-Mobilität anstrebt.

Damit die bewertungsrelevante Information der Beteiligungsveränderung öffentlich bekannt wird, was als erwünschter Nebeneffekt den Insiderhandel mit dieser Information verhütet,²³ verpflichtet der Gesetzgeber beim Über- oder Unterschreiten von Beteiligungsschwellen den Verkäufer bzw. Erwerber zu einer Mitteilung gegenüber der AG und der BaFin (§§ 33ff. WpHG); die AG hat diese anschließend zu veröffentlichen (§ 40 WpHG).²⁴ Kommt der Aktionär dieser Pflicht nicht nach, droht ihm neben öffentlich-rechtlichen Sanktionen (z.B. Geldbußen nach § 120 Abs. 2 WpHG) der empfindliche (zeitweise) Verlust von Vermögens- und Verwaltungsrechten aus der Aktie (z.B. des Anspruchs auf Dividendenzahlung und des Stimmrechts; vgl. § 44 WpHG).

d. Überrumpelnde, unfaire und abgewehrte Unternehmensübernahmen – Transparenz, Gleichbehandlung und Neutralität

Des Weiteren sollen Probleme im Rahmen von Übernahmen adressiert werden. Unter Übernahmen versteht man den Erwerb einer Beteiligung in einem Umfang, die dem Aktionär die Kontrolle über eine Gesellschaft ermöglicht. Das WpÜG geht davon in § 29 Abs. 2 bei Erlangung von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte in der Zielgesellschaft (*target*) aus.

aa. Überrumpelungsgefahr – nochmals: Beteiligungstransparenz

Die Übernahme kann sich für die Aktionäre der Zielgesellschaft als etwas Positives darstellen: Dies ist der Fall, wenn der (Kontroll-)Erwerber beabsichtigt, seinen Einfluss auch im Interesse seiner Mitaktionäre auszuüben, also z.B. die Marktwertmaximierung weiter voranzutreiben (durch effektive Überwachung des Managements, durch Synergieeffekte aus bestehenden Geschäftsfeldern des Erwerbers etc.).²⁵ Hat der Kontrollerwerber hingegen kein wirtschaftlich sinnvolles Konzept für die Zielgesellschaft oder möchte diese gar zerschlagen, so stellt sich die Übernahme für die Aktionäre der Zielgesellschaft als eine ernste Gefahr dar.²⁶

Um nicht von einer plötzlichen Unternehmensübernahme überrumpelt zu werden, wird der einzelne Aktionäre über die eben dargelegte Beteiligungspublizität geschützt. Ein schrittweiser Beteiligungserwerb wird als mögliches Anzeichen für eine Übernahme erkannt, wodurch der Kontrollerwerber seinen Übernahmeplan nicht lange geheim halten kann.²⁷ Dies unterbindet ein unerkanntes Anschleichen an die Gesellschaft (auch *low balling* oder *creeping in* genannt).

bb. Ungleichbehandlung bei Kontrollprämie – Angebotsregelungen

In der Regel wird der Kontrollerwerber bereit sein, einen Aufschlag gegenüber dem Börsenpreis zu zahlen.²⁸ Freiwillig würde er diese Kontrollprämie (oder auch Paketzuschlag) aber lediglich an Aktionäre zahlen, die über ein großes Aktienpaket verfügen oder als letztes an ihn verkaufen.²⁹ Es käme zu einer Ungleichbehandlung der Aktionäre.

Mit Regelungen zu den Anforderungen an das Übernahmeangebot, insb. §§ 31 und 32 WpÜG, die vorsehen, dass *allen* Aktionären der Zielgesellschaft eine *angemessene Gegenleistung* angeboten werden muss,³⁰ wird die Gleichbehandlung der Aktionäre (vgl. § 3 Abs. 1 WpÜG), konkret die gleiche Beteiligung an dieser Kontrollprämie, gewährleistet.³¹

²² Poelzig (Fn. 8), Rn. 603.

²³ Klöhn in Langenbucher, Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2022, § 6 Rn. 141.

²⁴ Dazu Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 12. Aufl. 2022, Rn. 720 ff.

²⁵ Vgl. Poelzig (Fn. 8), Rn. 672.

²⁶ Vgl. Poelzig (Fn. 8), Rn. 672.

²⁷ Vgl. Poelzig (Fn. 8), Rn. 604.

²⁸ Langenbucher (Fn. 7), § 18 Rn. 1.

²⁹ Lehmann (Fn. 13), Rn. 662.

³⁰ Gleiches gilt für die Pflichtangebote, dazu Lehmann (Fn. 13), Rn. 674.

³¹ Lehmann (Fn. 13), Rn. 662.

cc. Übernahmeverhinderung – Übernahmeverhinderungsverbot

Volkswirtschaftlich gesehen sind Unternehmensübernahmen grundsätzlich notwendige und wünschenswerte Prozesse, die zur effizienten Kapitalallokation beitragen.³² Sie bilden die Grundvoraussetzung für die Bildung eines *market for corporate control*, der sicherstellt, dass Gesellschaften möglichst effizient geleitet werden und somit das in ihnen gebundene Kapital am produktivsten verwendet wird.³³

Die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft, deren Ersetzung bei Übernahme droht, wird die volkswirtschaftliche Erwünschtheit sowie die Vorteile für die Aktionäre der Zielgesellschaft selten zu schätzen wissen. Aus Eigennutz heraus, möglicherweise aber auch in der festen Überzeugung, besser zu wissen, was das Beste für das Unternehmen ist, wird sie versucht sein, sich in der Gesellschaft einzugraben (*entrenchment*).³⁴ Man spricht in Übernahmefällen, bei denen die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft gegen die Übernahme ist, von einem *hostile takeover*.³⁵ Zwar entscheiden letztendlich allein die Aktionäre der Zielgesellschaft über die Übernahme, indem sie das Angebot des Bieters, an diesen ihre Aktien zu veräußern, annehmen oder nicht.³⁶ Die Unternehmensleitung könnte jedoch versucht sein, mit Abwehrmaßnahmen, wie z. B. der *crown jewel defense* (Veräußerung eines Teils des Unternehmens, an dem der Erwerber besonders interessiert ist)³⁷, die Übernahme faktisch zu erschweren oder gar zu vereiteln.

Um dies zu unterbinden, hat der Gesetzgeber der Unternehmensleitung in § 33 WpÜG eine Neutralitätspflicht auferlegt, die die allgemeine Sorgfaltspflicht aus § 93 Abs. 1 AktG konkretisiert und überlagert.³⁸ Diese Neutralitätspflicht schreibt vor, dass Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft außer ihrer begründeten Stellungnahme zum Übernahmeangebot (vgl. § 27 WpÜG) und der Suche nach einem höheren Angebot grundsätzlich keine Maßnahme treffen dürfen, die auf die Abwehr der konkreten Übernahme abzielt.³⁹ Verstoßen Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder gegen die Neutralitätspflicht, machen sie sich gegenüber ihrer Gesellschaft schadensersatzpflichtig (vgl. § 93 Abs. 2 S. 1 AktG).

³² Vgl. *Poelzig* (Fn. 8), Rn. 673.

³³ *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 652.

³⁴ *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 664.

³⁵ Vgl. *Buck-Heeb* (Fn. 24), Rn. 1132.

³⁶ *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 658f.

³⁷ Überblick über die typischen Abwehrmaßnahmen bei *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 692ff.

³⁸ *Fleischer/Korch*, Fälle zum Kapitalmarktrecht, 2021, S. 9.

³⁹ *Lehmann* (Fn. 13), Rn. 690.

e. Marktmanipulation – Manipulationsverbot

Als letztes soll eine Gefahr angesprochen werden, die andauernd am Kapitalmarkt droht: Die Manipulation des Marktes. Anschauliche Fälle sind das Verbreiten von Fehlinformationen, z. B. durch einen opportunistischen Anleger oder einen gezielt falsche Ad-hoc-Meldungen tätigen Emittenten.⁴⁰ Um den Preisbildungsmechanismus gegen derartige Störungen zu schützen, ist die Marktmanipulation nach Art. 15 MAR verboten und dieses Verbot nach § 119 Abs. 1 i. V. m. § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG strafbewehrt.⁴¹ Tatbestände von Marktmanipulationen enthält Art. 12 MAR: Unterschieden wird zwischen *handelsgestützten* (Abs. 1 lit. a), *handlungsgestützten* (Abs. 1 lit. b) und *informationsgestützten* Marktmanipulationen (Abs. 1 lit. c). Unter letztere fallen die soeben genannten Beispiele der Beeinflussung der Märkte durch kommunikatives Verhalten.

Das Aufstellen und Durchsetzen des Marktmanipulationsverbots sichert das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt.⁴² Zugleich wird die Allokationsfunktion des Marktes geschützt.

2. Charakteristika des Kapitalmarktrechts

Im Folgenden werden fünf Charakteristika des geltenden Kapitalmarktrechts hervorgehoben. Als rechtliche Strukturmerkmale verstanden, verleihen sie dem Kapitalmarktrecht Konturen.

a. Mehrebenensystem mit europäischer Dominanz

»Deutsches Kapitalmarktrecht ohne europarechtlichen Hintergrund muss man mit einer Lupe suchen.«⁴³ Im Mehrebenensystem des Kapitalmarktrechts bilden den größten Teil der Rechtsgrundlagen europarechtliche Verordnungen und Richtlinien sowie nationale Vorschriften, die letztere umsetzen.⁴⁴ Die Menge an genuin nationalem Recht ist gering, hat dafür aber eine außerordentliche Brisanz, wie die zivilrechtlichen Haftungsnormen bei Verstoß gegen die Ad-hoc-

⁴⁰ *Klöhn* in Langenbucher (Fn. 23), § 6 Rn. 168.

⁴¹ *Klöhn* in Langenbucher (Fn. 23), § 6 Rn. 164; *Poelzig* (Fn. 8), Rn. 429; eine Einführung in das Verbot der Marktmanipulation bietet *Merwald, JURA* 2022, 188ff.

⁴² *Poelzig* (Fn. 8), Rn. 429.

⁴³ *Klöhn* in Langenbucher (Fn. 23), § 6 Rn. 1.

⁴⁴ *Poelzig* (Fn. 8), Rn. 24.

Publizitätspflicht (vgl. §§ 97f. WpHG).⁴⁵ Zugleich zeigt dieses Beispiel das Ineinandergreifen der beiden Rechtsebenen: So sanktioniert die *nationale* Ad-hoc-Publizitätshaftung die *europarechtliche* Ad-hoc-Publizitätspflicht.

b. Publizitätspflichten als vorherrschendes Regelungsinstrument

»Disclosure, again disclosure, and still more disclosure«.⁴⁶ Die *disclosure philosophy* des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts zum Vorbild genommen, sind das vorherrschende Regulierungsinstrument des geltenden Kapitalmarktrechts Informations- bzw. Publizitätspflichten (siehe Prospektpflicht, Ad-hoc-Publizitätspflicht, Beteiligungs-publizitätspflicht etc.);⁴⁷ »Kapitalmarktrecht ist [...] Informationsrecht«.⁴⁸ Mit diesem Informationsparadigma wird sich gegen eine *merit regulation*, der sehr strengen und tief eingreifenden staatlichen Kontrolle von Emittenten und Kapitalanlagen entschieden.⁴⁹ Möchte ein Unternehmen von Anlegern Kapital für ein hochriskantes Projekt einsammeln, das bei Scheitern seine Existenz bedroht, verbietet demnach nicht etwa eine staatliche Behörde diesem Unternehmen die Emission von Wertpapieren, um Anleger vor dem drohenden und realistischen Totalverlust ihrer Anlage zu schützen. Stattdessen muss das Unternehmen über dieses Projekt im Wertpapierprospekt informieren, worauf der Markt mit einer – entsprechend sehr hohen – risikoadäquaten Renditeforderung reagiert. So stellt der Markt selbst ein Hinweisschild für die Anleger auf, ohne dass es eines staatlichen Verbotsschildes für die Emittenten bedarf. In diesem Zusammenhang sind die berühmten Worte von Justice Louis Brandeis zu sehen: »Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.«⁵⁰

c. Querschnittsrecht

Das Kapitalmarktrecht ist eine Querschnittsmaterie aus Privatrecht, Öffentlichem Recht und Strafrecht.⁵¹ Paradebeispiele sind die Sanktionen bei Verletzung von Prospekt- und Ad-hoc-Publizitätspflicht. Diese können *zivilrechtlich* durch Schadensersatzansprüche (§§ 9f. WpPG bzw. §§ 97f. WpHG), *öffentlich-rechtlich* (z. B. durch Bußgelder, vgl. § 25 Abs. 3 Nr. 1 WpPG bzw. § 120 Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG) und gegebenenfalls *strafrechtlich* (wenn bspw. zugleich eine Marktmanipulation gegeben ist, § 119 Abs. 1 i. V. m. § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG) sanktioniert werden.

d. Enge Verzahnung mit dem Aktienrecht

Das Kapitalmarktrecht ist insbesondere mit dem Aktienrecht eng verzahnt; so eng, dass sich das »Börsengesellschaftsrecht« als das Recht ihrer Schnittmengen herausgebildet hat.⁵² Diese Überschneidung führt zu zahlreichen Abstimmungsfragen, vor allem wenn Zielkonflikte auftreten.⁵³ So ziehen die beiden Rechtsgebiete zwar grundsätzlich gemeinsam am Strang des Aktionärs- bzw. Anleger-schutzes, kollidieren aber beispielsweise, wenn die kapitalmarktrechtliche Prospekthaftung auf die aktienrechtliche Kapitalerhaltung trifft.⁵⁴ Während der kapitalmarktrechtliche Anlegerschutz eine Entschädigung des Anlegers in Form der Rückerstattung des Kaufpreises und damit seiner Einlage verlangt, schließt ein solches der aktienrechtliche Gläubigerschutz mit seiner strengen Vermögensbindung nach § 57 AktG grundsätzlich aus.⁵⁵ Diese konkrete Kollision wurde vom BGH, bestätigt durch den EuGH, zugunsten der Prospekthaftung entschieden.⁵⁶

Als weiteres Beispiel dient der richtige Veröffentlichungszeitpunkt von Ad-hoc-Mitteilungen (vgl. Art. 17 MAR) bei sog. zeitlich gestreckten Vorgängen, wie Vertragsverhandlungen.⁵⁷ Wenn der Abschluss eines Vertrages aufseiten der Gesellschaft noch der internen Zustimmung des Aufsichtsrates bedarf, ist dann jene Zustimmung abzuwarten oder muss der Anleger *ad hoc* über Zwischenschritte

⁴⁵ Die Prospekthaftung (§§ 9ff. WpPG) geht (mittlerweile) auf Europarecht zurück (vgl. Art. 6 Prospekt-RL a. F., Art. 11 ProspektVO).

⁴⁶ Loss, Securities Regulation, Vol. 1, 2. Aufl. 1961, S. 21.

⁴⁷ Vgl. Lutter/Bayer/J. Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2017, Rn. 14.78 (»zentrales Regulierungskonzept«); Veil in Veil (Fn. 3), § 2 Rn. 26ff.; vertiefend Merkt, Das Informationsmodell im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Schmalenbachs ZfbF Sonderheft 55, 2006, S. 24–60.

⁴⁸ Fleischer, ZIP 2006, 451, 458.

⁴⁹ Vgl. Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 351.

⁵⁰ Brandeis, What Publicity Can Do, 1914.

⁵¹ Fleischer, ZIP 2006, 451, 458; dazu Buck-Heeb (Fn. 24), 40 ff.

⁵² Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.58; dazu Fleischer, ZIP 2006, 451, 454ff.

⁵³ Fleischer, ZIP 2006, 451, 456ff.; Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.59.

⁵⁴ Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.59.

⁵⁵ Fleischer, ZIP 2006, 451, 456.

⁵⁶ »EM.TV«-Entscheidung des BGH, bestätigt durch EuGH in Rs. Hirman, dazu Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.60, 19.102.

⁵⁷ Fleischer, ZIP 2006, 451, 456; Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.59.

informiert werden? Es kollidiert die Wahrung der aktienrechtlichen Kompetenzzuweisung (Überwachungsaufgabe und -pflicht des Aufsichtsrats) mit dem kapitalmarktrechtlichen Schutz der auf Kenntnis relevanter Informationen angewiesenen Anleger. Art. 7 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 MAR sowie die Erwägungsgründe dazu sollen diesen Streit schlichten.⁵⁸ So ist beispielsweise nach ErwGr 17 MAR der Stand von Vertragsverhandlungen als Zwischenschritt auf dem Weg zum Vertragsabschluss eine potentiell veröffentlichungspflichtige Insiderinformation.

e. Die Individualschutzfrage

Wie schon in der Einleitung erwähnt, zielt das Kapitalmarktrecht neben der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf den Schutz der Anleger ab. Dabei ist zwischen dem *kollektiven bzw. institutionellen* und dem *individuellen* Anlegerschutz zu unterscheiden.⁵⁹ Ersterer meint den Schutz des *Anlegerpublikums in seiner Gesamtheit*.⁶⁰ Dieser ist essenziell für das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt, konkret in dessen Integrität und Stabilität, ohne das Anleger nicht bereit sind, ihr Kapital am Markt zu investieren.⁶¹ Da erst die Teilnahme der Anleger am Kapitalmarkt diesen entstehen lassen, ist dieses Vertrauen Grundvoraussetzung für dessen Funktionsfähigkeit.⁶² Kollektiver Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sind somit »zwei Seiten derselben Medaille«.⁶³

Demgegenüber meint individueller Anlegerschutz den Schutz des *einzelnen Anlegers*.⁶⁴ Ob und inwieweit der Schutz des einzelnen Anlegers von einer Vorschrift des Kapitalmarktrechts zumindest mitbezweckt ist und nicht nur rechtsreflexartig eintritt, gehört zu den »Schlüsselfragen des Kapitalmarktrechts«.⁶⁵ Nicht nur theoretisch, sondern auch praktisch wird diese Frage vor allem dann erheblich, wenn ein Schadensersatzanspruch auf § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. einem Schutzgesetz gestützt werden soll; da im Normalfall der Ersatz von primären Vermögensschäden verlangt wird, scheidet § 823 Abs. 1 BGB in der Regel aus. Bezweckt eine kapitalmarktrechtliche Norm ausschließlich den kollektiven Anlegerschutz, stellt sie kein Schutzgesetz

i. S. v. § 823 Abs. 2 BGB dar. Umstritten ist dies beispielsweise beim Insiderhandelsverbot (Art. 14 MAR)⁶⁶ und beim Marktmanipulationsverbot (Art. 15, 12 MAR)⁶⁷. Bei europarechtlichen Normen (z. B. der MAR) ist ein häufig anzutreffendes Argument für das Bejahen eines intendierten Individualschutzes, dass es der zivilhaftungsrechtlichen Sanktion bedürfe, um dem europarechtlichen Effektivitätsgrundsatz (*effet utile*) zu genügen.⁶⁸

Dieses Argument macht deutlich, dass von der Beantwortung der Individualschutzfrage nicht nur abhängt, ob im Falle des Normverstößes der einzelne Anleger eine Kompensation für seinen erlittenen Schaden erhält, sondern auch, ob ein zusätzlicher verhaltenssteuernder Druck auf den Emittenten ausgeübt wird.⁶⁹ Die Emittenten werden bei drohender Haftung die Norm eher befolgen, weil die erwarteten Kosten eines Verstoßes im Rahmen einer Kosten/Nutzen-Abwägung den Erwartungsnutzen eher übersteigen werden.⁷⁰ Das *private enforcement* leistet damit einen Beitrag zur Effizienz der Kapitalmärkte –⁷¹ möglicherweise sogar einen gewichtigeren als aufsichtsrechtliche Sanktionen (*public enforcement*).⁷²

IV. »Wie richtig« sind Börsenpreise von Aktien?

Zum Abschluss soll kritisch der Frage nachgegangen werden, »wie richtig« die *Börsenpreise* von Aktien auf den existierenden Kapitalmärkten sind. Entspricht der Börsenpreis eines Wertpapierses seinem »wahren« Wert? Die bekannte Aussage *Warren Buffets*, »*price is what you pay, value is what you get*«, indiziert ein mögliches Auseinanderfallen dieser Größen.

1. Die Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH)

Der Börsenpreis wäre »richtig« und würde den »wahren« Wert der Aktie angeben, wenn der Kapitalmarkt bzw. der

⁵⁸ Dazu Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 35.22.

⁵⁹ Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.14.

⁶⁰ Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.14.

⁶¹ Merkt/Rosbach, JuS 2003, 217, 220; vgl. Buck-Heeb (Fn. 24), Rn. 12.

⁶² Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.13f.; vgl. Poelzig (Fn. 8), Rn. 29.

⁶³ Hopt ZHR 159 (1995), 135, 159.

⁶⁴ Lutter/Bayer/J. Schmidt (Fn. 47), Rn. 14.14; Poelzig (Fn. 8), Rn. 30.

⁶⁵ Poelzig (Fn. 8), Rn. 30.

⁶⁶ Ablehnend die hM; dazu Buck-Heeb (Fn. 24), Rn. 464ff.; Poelzig (Fn. 8), Rn. 480.

⁶⁷ Dazu Buck-Heeb (Fn. 24), Rn. 710ff.

⁶⁸ Dazu Hellgardt, AG 2012, 154ff.

⁶⁹ Vgl. Veil in Veil (Fn. 3), § 12 Rn. 2, 22ff.

⁷⁰ Vgl. Veil in Veil (Fn. 3), § 12 Rn. 3.

⁷¹ Vgl. Veil in Veil (Fn. 3), § 12 Rn. 2, 22ff.

⁷² So die – nicht unbestrittene – These von La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer, What Works in Securities Laws?, Journal of Finance Vol. 67 (2006), 1, 27f.

Preisbildungsmechanismus auf diesem – in *institutioneller, operationeller, informationeller* und *bewertungsmäßiger Hinsicht* – vollkommen *effizient* wäre. Zur Erklärung wird beim letzten der Effizienzbegriffe begonnen und sich dann der Reihe nach vorgearbeitet.

Der Börsenpreis einer Aktie gibt an, zu welchem Preis die Aktie derzeit an der Börse gehandelt wird, also Kauf- und Verkaufsangebote der Anleger zusammengeführt (*gematcht*) werden. Diesen Angeboten liegt eine Bewertung der jeweiligen Aktie zugrunde. Damit der Börsenpreis »richtig« ist, muss die Bewertung korrekt erfolgt sein (Bewertungseffizienz). Da es, wie bereits erwähnt, aber nicht nur ein einziges, sondern eine Vielzahl von Bewertungsmodellen gibt, muss für eine effiziente Bewertung genügen, dass ein vertretbares Modell gewählt und korrekt angewendet wurde.⁷³

Für eine effiziente Bewertung ist es wiederum erforderlich, dass der einzelne Anleger, der Aktienkäufe und -verkäufe tätigt, über alle bewertungsrelevanten Informationen (sog. Fundamentaldaten) verfügt. Zu diesen gehören insbesondere solche über das jeweilige Unternehmen; die angesprochenen Publizitätspflichten sollen die Versorgung des Anlegers mit diesen Informationen sicherstellen. Verfügen die Anleger über alle bewertungsrelevanten Informationen, so fließen diese über ihre gematchten Kauf- und Verkaufsangebote, die auf einer (Fundamental-)Bewertung der jeweiligen Aktie beruhen, in die Börsenpreise ein bzw. drücken sich in diesen aus (Informationseffizienz). Dabei wird die Geschwindigkeit, zu der sich dieser Prozess vollzieht, als *relative* Informationseffizienz bezeichnet.⁷⁴

An dieser Stelle sei eine wichtige Präzisierung eingeschoben. Nach dem bisher Gesagten bestünde der Kreis an Anlegern ausschließlich aus Finanzprofis, da nur diese in der Lage sind, die bewertungsrelevanten Informationen zu sammeln und auf deren Grundlage eine Bewertung von Unternehmen bzw. deren Wertpapiere vorzunehmen. Die wenigen Marktteilnehmer, die tatsächlich auf die Suche nach bewertungsrelevanten Informationen gehen, um einen Informationsvorteil zu erlangen und diesen durch Kauf als unterbewertet erkannter Wertpapiere und den Verkauf als überbewertet erkannter Wertpapiere ausnutzen (fundamentale Arbitrage), nennt man Informationsarbitrageure oder *information traders*.⁷⁵ Machen diese »ihren Job«, was deshalb erwartet werden kann, weil die Arbitragemög-

lichkeit eine Profitmöglichkeit ist,⁷⁶ kann der typische Kleinanleger auf die Richtigkeit der Börsenpreise vertrauen und seinen Kapitalüberschuss am Kapitalmarkt anlegen, ohne selbst Informationen sammeln und Unternehmen bzw. deren Wertpapiere bewerten zu müssen.

Weiter – den Faden wiederaufnehmend – ist zu berücksichtigen, dass der Handel eines Wertpapiers an der Börse immer mit Kosten einhergeht. Unterscheiden lässt sich zwischen *expliziten* Transaktionskosten, wie die Gebühren für die Transaktion, und den *impliziten* Transaktionskosten. Letztere fallen bei geringer Liquidität des Marktes an. Sind nur wenige Aktien verfügbar oder nur wenige Anleger zum Handel bereit, entsteht eine Differenz (*spread*) zwischen dem Preis, zu dem die Aktie gekauft werden kann (Kaufkurs), und dem Preis, zu dem sie verkauft werden kann (Verkaufkurs).⁷⁷ Tätigt ein Anleger eine Transaktion, muss er den Unterschiedsbetrag zwischen dem Kauf- bzw. Verkaufkurs und dem zwischen diesen Kursen liegenden (theoretischen) Börsenpreis auf sich nehmen.

Sind die Transaktionskosten in Summe (zu) hoch, unterlässt ein Anleger trotz erkannter Unter- oder Überbewertung einer Aktie deren Kauf bzw. Verkauf. In diesem Fall fließen bewertungsrelevante Informationen nicht in den Preis ein. Je geringer die Transaktionskosten, desto effizienter die Preisbildung (operationale Effizienz).⁷⁸

Ganz grundlegend muss der Kapitalmarkt als Marktveranstaltung gewährleistet sein (institutionelle Effizienz). Maßstäbe hierfür sind der freie Marktzugang, ein breites und tiefes Angebot an Kapitalmarktprodukten und vor allem das Vertrauen der Anleger in den Markt.⁷⁹

Wenn alle (Teil-)Effizienzen, die in eingangs genannter Reihenfolge eine Kette notwendiger Bedingungen bilden,⁸⁰ gegeben sind, ist die Preisbildung *effizient* und damit der Preis als dessen Ergebnis »richtig«. Als weiteres Glied in dieser Kette lässt sich gedanklich an die Bewertungseffizienz noch die Allokationseffizienz anknüpfen: Werden Investitions- und Finanzierungsentscheidungen am »richtigen« Preis als Allokationssignal ausgerichtet, wird das vorhandene Kapital effizient alloziert.

Die Hypothese, dass die Börsenpreise auf den existierenden Kapitalmärkten den »wahren Wert« der Aktie angeben, firmiert unter der *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH), die auf *Eugene F. Fama* zurückgeht (»*the market is aware of all available information* [Informationseffizienz]

⁷³ Es gibt demnach keinen »schlechthin richtigen Unternehmenswert«, Böcking/Rauschenberg in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, § 2 Rn. 2.2.

⁷⁴ Gilson/Kraakman, Virginia Law Review Vol. 70 (1984), 549, 560.

⁷⁵ Vgl. Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 354 f.

⁷⁶ Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 354 f.

⁷⁷ Vgl. Spremann/Gantenbein, Finanzmärkte, 6. Aufl. 2022, S. 90.

⁷⁸ Vgl. Klöhn in Langenbacher (Fn. 23), § 6 Rn. 7, 9.

⁷⁹ Brinckmann (Fn. 3), § 16 Rn. 13.

⁸⁰ Vgl. Bienert, Der Marktprozess an Aktienbörsen, 1996, S. 32.

and uses it correctly [Bewertungseffizienz]⁸¹). Sie bildet den regulierungstheoretischen Hintergrund des Informationsparadigmas.⁸² Nach der Kapitalmarkteffizienzhypothese – in ihrer strengsten Form (*strong*) –⁸³ sind sämtliche *bis dato* existierenden (bewertungs-)relevanten Informationen in den aktuellen Kursen enthalten.⁸⁴ Die Bewegung der Börsenkurse lässt sich demnach als ein *random walk*⁸⁵ beschreiben: Sie wird *allein* durch zufällig neu auftretende, nicht vorhersehbare Informationen bestimmt.

2. Kritik

Lange Zeit wurde an dieser Hypothese nicht gerüttelt (»accepted as a fact of life«⁸⁶).⁸⁷ Auf Grundlage theoretischer und empirischer Studien ist sie jedoch zunehmend kritisiert worden.⁸⁸ Vorab sei darauf hinzuweisen, dass sich die ECMH einer unmittelbaren empirischen Überprüfbarkeit entzieht – trotz bereits Bibliotheken füllender Forschung dazu.⁸⁹ Teilaspekte konnten empirisch unterfüttert werden, wie zum Beispiel die *relative* Informationseffizienz (Geschwindigkeit des Eingangs von Informationen in Kurse) durch sog. *event studies*.⁹⁰ Ohne eine feste erfahrungswissenschaftliche Untermauerung der (Gesamt-)Hypothese muss die folgende Kritik jedoch ernst genommen werden.

Gegen die theoretische Plausibilität der ECMH wurde von Sanford S. Grossman und Joseph Stiglitz ein denklögischer Einwand erhoben.⁹¹ Wären die Märkte tatsächlich (informations-)effizient, hätten die Informationsarbitrageure keinen Anreiz, sich auf die (kostenintensive) Suche nach bewertungsrelevanten Informationen zu machen. Letztere wären schon alle in den Kursen enthalten und infolgedessen ein Arbitragegewinn nicht erzielbar (Arbitragefreiheit). Wird nach neuen Informationen aber nicht gesucht, werden neue Informationen auch nicht gefunden und in die

Preise eingearbeitet (Informationsparadoxon). Dieser Einwand lässt sich damit entkräften, dass die Märkte in der Realität – nach einhelliger Ansicht – jedenfalls nicht streng (*strong*, im Sinne von *vollkommen*) effizient sind, sondern allenfalls halbstreng (*semi-strong*). Danach sind nicht sämtliche existierende, sondern nur alle öffentlich zugänglichen Informationen in den Kursen enthalten.⁹² Zumindest private Informationen, z.B. (unveröffentlichte) Insiderinformationen, lohnt es sich für Informationsarbitrageure demnach zu suchen.⁹³ Gleichwohl erhebt der Einwand einen Schwachpunkt der Börsenpreisbildung: Verursacht die Beschaffung einer Information mehr Kosten, als sie Nutzen verspricht, wird sie nicht beschafft und folglich nicht in Kurse eingearbeitet werden.⁹⁴

Ein weiterer prominenter Kritikpunkt an der ECMH ist deren Annahme, dass alle Anleger *Homines Oeconomici* seien, die ausnahmslos nach Maximierung des Eigennutzens streben und dabei *vollkommen rational* handeln. Im Modell der ECMH betreibt ein Anleger Fundamentalanalyse und tätigt Marktgeschäfte als ein »perfekt-rationaler Roboter«. Empirische Studien aus dem Lager der Verhaltensökonomik (*behavioral finance*) weisen jedoch zahlreiche Verhaltensanomalien nach – auch bei professionellen Anlegern.⁹⁵ Beispielsweise wird die Verlässlichkeit der eigenen Prognose überschätzt (*overconfidence*; vergleichbar der Selbstüberschätzung von Autofahrern im Straßenverkehr), die Eintrittswahrscheinlichkeit dominanter Informationen überbewertet (*salience*; siehe die große mediale Berichterstattung über Flugzeugabstürze), von der Art und Weise der Präsentation einer Information die auf ihr basierende Entscheidung beeinflusst (*framing*) oder nur träge von einer aufgrund neuer Informationen überholten Vorstellung abgerückt (*inertia effect*).⁹⁶

Erschüttert wird die ECMH ferner dadurch, dass nicht nur Fundamentalbewertung betreibende Informationsarbitrageure (*information traders*) den Börsenkurs beeinflussen, sondern auch Anleger, die sich allein oder vorrangig an Börsenstimmungen orientieren (*noise traders*).⁹⁷ Letztere arbeiten keine neuen (fundamental-)bewertungsrelevante Informationen in die Kurse ein, sondern verstärken bestehende Trends.⁹⁸ Dies lässt Spekulationsblasen (*bubbles*) entstehen, die den Börsenkurs von seinem »wahren« oder »fundamentalen« Wert wegführen. Die Existenz von Fi-

81 Fama, Foundations of Finance, 1976, S. 136.

82 Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 352.

83 Zu den verschiedenen Effizienzstufen nach Fama (schwach, halbstreng und streng) Langenbucher (Fn. 7), § 1 Rn. 32.

84 Vgl. Langenbucher (Fn. 7), § 1 Rn. 32.

85 Fama, The Behavior of Stock-Market Prices, The Journal of Business, Vol. 38 (1965), 34, 35ff.

86 Jensen, Journal of Financial Economics, Vol. 6 (1978), 95, 96.

87 Sester, ZGR 2009, 310, 323; ausführlich dazu Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 96ff.

88 Langenbucher (Fn. 7), § 1 Rn. 34.

89 Adolff (Fn. 87), S. 129.

90 Adolff (Fn. 87), S. 123f.; ausführlich zu *event studies* ibid, S. 121ff.

91 Grossmann/Stiglitz, The American Economic Review Vol. 70, No. 3 (1980), 393; dazu Adolff (Fn. 87), S. 140f.

92 Langenbucher (Fn. 7), § 1 Rn. 32.

93 Vgl. Adolff (Fn. 87), S. 140f.

94 Vgl. Adolff (Fn. 87), S. 140f.

95 Veil in Veil (Fn. 3), § 6 Rn. 21.

96 Vgl. Veil in Veil (Fn. 3), § 6 Rn. 21ff.

97 Langenbucher (Fn. 7), Rn. 34.

98 Langenbucher (Fn. 7), Rn. 34.

nanzkrisen wie diejenige von 2008, »ausgelöst« durch die dramatische Rückführung der Börsenpreise von Wertpapieren zu ihren Fundamentalwerten (das Platzen der Spekulationsblase), vermag die ECMH nicht zu erklären.⁹⁹

John Maynard Keynes' berühmte gewordene Vergleiche der Preisbildung am Kapitalmarkt mit *beauty contests* in britischen Zeitungen seiner Zeit weckt sogar grundlegende Zweifel an der Rationalität einer auf Fundamentaldaten und -bewertung beruhenden Anlagestrategie.¹⁰⁰ Bei diesen Wettbewerben hatten die teilnehmenden Zeitungsleser die Aufgabe, unter Hunderten von Frauen-Portraits die sechs schönsten auszuwählen. Einen Preis gewannen Teilnehmer, deren Auswahl der durchschnittlichen erklärten Präferenz der Wettbewerber in ihrer Gesamtheit entsprach. Um zu gewinnen, durfte sich der einzelne Teilnehmer nicht fragen, welche Frauen-Portraits am schönsten sind. Stattdessen mutmaßte er, welche Auswahl seine Konkurrenten treffen werden, die wiederum auf dieselbe Art und Weise das Problem angingen. Bei diesen Wettbewerben ging es somit nicht um das Auswählen von Portraits, die man persönlich in Wahrheit am schönsten findet oder die der Durchschnitt der Teilnehmer in Wahrheit am schönsten findet. Stattdessen ging es – nach Keynes' Ansicht wie stets am Kapitalmarkt – darum, zu antizipieren, welche Durchschnittsmeinung die Durchschnittsmeinung erwartet (*»to anticipate what average opinion expects the average opinion to be«*)¹⁰¹. Dieser Vergleich veranschaulicht die Gefahr, dass die Entwicklung des Börsenkurses kein *random walk*, sondern eine selbsterfüllende Prophezeiung ist.

Welche Antwort kann unter Berücksichtigung der Kritik an der ECMH auf die Ausgangsfrage, »wie richtig« die Börsenpreise von Aktien sind, gegeben werden? Bedauerlicherweise weder eine einfache noch eine eindeutige. Der Börsenpreis ist das Ergebnis eines Preisbildungsprozesses, der abwechselnd von zwei Preisdeterminanten bestimmt wird: Bewertungsrelevante Fundamentaldaten einerseits und – in der Terminologie des BGH – »nicht wertbezogene Faktoren« (*noise*) andererseits.¹⁰² Die meiste Zeit haben wohl erstere maßgeblichen Einfluss;¹⁰³ dann schwankt der Börsenkurs einer Aktie nah um ihren »wahren« Wert: Der Börsenpreis ist ziemlich richtig. Manchmal dominieren aber auch die nicht wertbezogenen Faktoren den Börsenkurs; dann entfernt sich der Börsenpreis einer Aktie von

ihrem »wahren« Wert: Der Börsenpreis ist ziemlich falsch. Je größer diese Entfernung allerdings wird, desto eher, weil leichter erkennbar und lohnender, findet fundamentale Arbitrage statt, wodurch der Börsenpreis wieder zu seinem Fundamentalwert zurückkehrt, wieder »richtiger« wird.¹⁰⁴ Dass dieser markteigene Sicherungsmechanismus manchmal jedoch erst sehr spät eingreift und eine große Entfernung des Börsenkurses vom Fundamentalwert nicht verhindert, zeigen Finanzkrisen wie die von 2008 eindrücklich.

3. Rechtliche Relevanz

Die Frage, »wie richtig« Börsenpreise von Aktien auf den existierenden Kapitalmärkten sind, wird juristisch relevant, wenn Aktionäre ohne ihren Willen aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden (z. B. beim aktienrechtlichen *Squeeze Out*, vgl. §§ 327a ff. AktG)¹⁰⁵, ein ihnen zustehendes Austrittsrecht ausüben (z. B. in bestimmten Verschmelzungssituationen, vgl. § 29 Abs. 1 UmwG)¹⁰⁶ oder Adressaten eines Übernahmeangebots¹⁰⁷ werden (§ 29 Abs. 1 WpÜG). In diesen Fällen müssen die betroffenen Aktionäre eine »angemessene« (Bar-)Abfindung (vgl. §§ 327a f. AktG; § 29 Abs. 1 S. 1 UmwG) bzw. das Angebot einer »angemessenen« Gegenleistung erhalten (vgl. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG). Darf hier für die Bestimmung des angemessenen Wertes auf den Börsenpreis abgestellt werden? Die genuin betriebswirtschaftliche Frage nach dem »richtigen« oder »wahren« Wert eines Unternehmens bzw. seiner Anteile wird zur *Rechtsfrage*.

Bei manchen Bewertungsanlässen, wie z. B. Übernahmeangeboten (vgl. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG), bejaht der Gesetzgeber diese Frage durch das Statuieren einer sog. Börsenpreisregel (vgl. § 31 Abs. 2 S. 2 WpÜG).¹⁰⁸ In diesen Fällen kann zwar in der Regel eine aufwändige Unternehmensbewertung unterbleiben. Schlicht den Börsenkurs an einem Stichtag abzulesen, reicht wiederum auch nicht: Abzustellen ist auf den *durchschnittlichen* Börsenkurs während eines Referenzzeitraums; ferner sind bei Übernahmekonstellationen aus Gleichbehandlungsgründen Vorerwerbe durch

⁹⁹ Vgl. *Klöhn* in Langenbucher (Fn. 23), § 6 Rn. 6.

¹⁰⁰ Dazu *Adolff* (Fn. 87), S. 134 ff.

¹⁰¹ *Keynes*, General Theory of Employment, Interest and Money, 1936, S. 156.

¹⁰² Zum Preisbildungsprozess als »labiler Regelkreis« *Adolff* (Fn. 87), S. 154 ff.

¹⁰³ *Adolff* (Fn. 87), S. 155.

¹⁰⁴ *Adolff* (Fn. 87), S. 154.

¹⁰⁵ Weitere Beispiele: Verschmelzungsrechtlicher *Squeeze Out* (§ 62 Abs. 5 UmwG) und Eingliederung (§§ 319 ff. AktG).

¹⁰⁶ Weitere Beispiele: Ausübung des Austrittsrecht eines außenstehenden Aktionärs nach Begründung eines Vertragskonzerns durch Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages (vgl. § 305 AktG) sowie angemessene Gegenleistung beim regulären Delisting (vgl. § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG i. V. m. § 31 WpÜG).

¹⁰⁷ Oder eines Pflichtangebots (vgl. § 35 WpÜG).

¹⁰⁸ Weitere Beispiele: Reguläres Delisting (§ 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG i. V. m. § 31 WpÜG) und übernahmerechtlicher *Squeeze-Out* (§ 39a Abs. 3 WpÜG i. V. m. § 31 WpÜG).

den Bieter zu berücksichtigten (sog. Gleichpreisregel), vgl. § 31 Abs. 1 S. 2 WpÜG i. V. m. §§ 3 ff. WpÜG-AV.¹⁰⁹

In den meisten Abfindungsfällen hingegen, wie z. B. beim Austrittsrecht in bestimmten Verschmelzungssituationen (§ 29 Abs. 1 S. 1 UmwG) oder beim aktienrechtlichen *Squeeze Out* (§§ 327a ff. AktG),¹¹⁰ schweigt der Gesetzgeber. Damit reicht er die Frage an die Rechtsprechung weiter, deren Entwicklung sich in drei Phasen einteilen lässt.

In der ersten, bis Ende der 1990er Jahre andauernden Phase brachte die Rechtsprechung – auf eine Leitentscheidung des BGH aus dem Jahre 1967 zurückgehend – dem Börsenpreis ein hohes Maß an Misstrauen entgegen (»von zufallsbedingten Umsätzen, von spekulativen Einflüssen und sonstigen, nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Einflüssen, Gerüchten, Informationen, psychologischen Momenten oder allgemeinen Tendenzen abhängig[ig]«¹¹¹) und lehnte diesen infolgedessen als Wertdeterminante ab.¹¹²

Den Beginn der zweiten Phase markiert die 1999 ergangene BVerfG-Entscheidung *DAT/Altana*. Darin legte das BVerfG den Börsenpreis als Wertuntergrenze bei der (Bar-) Abfindung eines Aktionärs fest (»mindestens [...] zum Verkehrswert«¹¹³). Art. 14 Abs. 1 GG verlange dies: Würden die Aktionäre »weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung [...] erhalten hätten«¹¹⁴, wäre »der Dispositionsfreiheit über den Eigentumsgegenstand nicht hinreichend Rechnung [ge]tragen«¹¹⁵. In der darauffolgenden *DAT/Altana*-Entscheidung von 2001 kam der BGH dieser Vorgabe nach, statuierte darüberhinausgehend jedoch das – verfassungsrechtlich nicht gebotene –¹¹⁶ *Meistbegüns-*

tigungsprinzip, wonach entweder der Börsenwert oder der aufgrund einer Unternehmensbewertung ermittelte Wert maßgeblich ist, je nach dem welcher der *höhere* ist.¹¹⁷ *Allein* bewertungsrelevant war der Börsenpreis in dieser zweiten Phase somit nicht und die Durchführung einer aufwändigen Unternehmensbewertung weiterhin erforderlich.

In jüngerer Zeit hat die dritte Phase begonnen: Die Rechtsprechung lässt die deutliche Tendenz erkennen, zur Wertbestimmung *ausschließlich* auf den Börsenpreis abzustellen.¹¹⁸ Damit erhalte der Börsenpreis seine ultimative Aufwertung. Ausnahmen wären lediglich dann zu machen, wenn sich im Einzelfall der Kapitalmarkt bzw. die Preisbildung in Bezug auf die maßgebliche Aktie als nicht *effizient* erweist (z. B. Markteng oder Preismanipulation).¹¹⁹

V. Schluss

Ökonomisches Grundlagenwissen über Kapitalmärkte erleichtert und verbessert das Verständnis kapitalmarktrechtlicher Rechtsinstitute und ermöglicht deren Zusammenfügen zu einer gedanklichen Landkarte des Kapitalmarktrechts. Es verleiht den Regelungszielen »Funktionsschutz« und »Anlegerschutz« Farbe, indem es die idealtypische Funktionsweise von Kapitalmärkten und die regulatorisch zu behebenden Funktionsstörungen auf den Kapitalmärkten aufzeigt und erklärt. Kurzum: Es macht das Kapitalmarktrecht bunter.

Danksagung: Der Verfasser dankt Leonhard Hübner, Christian Uhlmann, Marc-Philippe Weller und Anton Zimmermann für die Durchsicht des Manuskripts und wertvolle Anmerkungen.

¹⁰⁹ Süßmann in Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, 3. Aufl. 2017, § 31 Rn. 3.

¹¹⁰ Weitere Beispiele: Verschmelzungsrechtlicher *Squeeze Out* (vgl. § 62 Abs. 5 UmwG) und Eingliederung (vgl. § 320b AktG).

¹¹¹ BGH, Urt. v. 30. 3. 1967 – II ZR 141/64 = NJW 1967, 1464.

¹¹² Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (Fn. 73), Rn. 18.21 ff.

¹¹³ BVerfG, Beschl. v. 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94 – *DAT/Altana* = AG 1999, 566, 568.

¹¹⁴ BVerfG, Beschl. v. 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94 – *DAT/Altana* = AG 1999, 566, 570.

¹¹⁵ BVerfG, Beschl. v. 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94 – *DAT/Altana* = AG 1999, 566, 568.

¹¹⁶ BVerfG, Nichtannahmebeschl. v. 26. 4. 2011 – 1 BvR 2658/10 – *Telekom/T-Online* = NJW 2011, 2497, 2498.

¹¹⁷ Siehe BGH, Beschl. v. 12. 3. 2001 – II ZB 15/00 = NJW 2001, 2080, 2. Leitsatz.

¹¹⁸ Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann (Fn. 73), Rn. 19.68.

¹¹⁹ Vgl. OLG München, Beschl. v. 26. 7. 2012 – 31 Wx 250/11 = AG 2012, 749, 751.