

# Marktmissbrauchsverordnung: MAR

Klöhn

2. Auflage 2023  
ISBN 978-3-406-75520-0  
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Klöhn  
Marktmissbrauchsverordnung

  
**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

# Marktmissbrauchsverordnung

## Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch

Herausgegeben von

**Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard)**

Professor an der Humboldt-Universität zu Berlin

**Dr. Michael Brellocks, LL.M. (Harvard)**

Rechtsanwalt in München  
Attorney-at-Law (New York)

**Prof. Dr. Klaus Ulrich Schmolke, LL.M. (NYU)**

Professor an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

**Dr. Stephan Semrau, MJur (Oxon)**

Syndikusrechtsanwalt in Leverkusen

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

**2. Auflage 2023**



**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

**www.beck.de**

ISBN 978 3 406 75520 0 (C.H.Beck)  
ISBN 978 3 7007 9990 0 (LexisNexis)  
ISBN 978 3 7190 4417 6 (Helbing Lichtenhahn)

© 2023 Verlag C. H. Beck oHG  
Wilhelmstraße 9, 80801 München  
Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe GmbH  
Am Fliegerhorst 8, 99947 Bad Langensalza  
Satz: Meta Systems Publishing & Printservices GmbH, Wustermark



[chbeck.de/nachhaltig](https://www.chbeck.de/nachhaltig)

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier  
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

## Vorwort zur 2. Auflage

In den fünf Jahren seit dem Erscheinen der Erstauflage dieses Kommentars hat sich die Diskussion im Marktmissbrauchsrecht rasant weiterentwickelt. Grund dafür sind weniger Gesetzesänderungen oder EuGH-Entscheidungen – es gab relativ wenige –, sondern vor allem die Veröffentlichung von Modul C des BaFin-Emittentenleitfadens sowie einige Kapitalanleger-Musterverfahren, in denen sich einerseits neue Fragen rund um die Ad-hoc-Publizität stellen, andererseits altbekannte Fragen nochmals aufgegriffen und vertieft wurden.

Die Kommentierung ist zudem erweitert worden. Konzentrierte sich die Erstauflage noch auf den Kernbestand der MAR-Normen, bietet der Kommentar nunmehr eine Erläuterung aller unmittelbar anwendbaren materiell-rechtlichen Vorschriften der MAR (konkret: der Artt. 1-21 MAR). Unverändert geblieben ist das Autorenteam sowie das grundsätzliche Ziel der Kommentierung, nicht nur im Detail, sondern auch in den Grundlagen verlässlich zu informieren. Wie schon in der Erstauflage ist der Kommentar als rein kapitalmarktrechtliches Werk konzipiert, d.h. spezifische Fragen des Emissionszertifikatehandels bleiben ausgeklammert. Das Werk befindet sich auf dem Stand vom 31.10.2022, vereinzelt konnten auch danach erschienene Verlautbarungen und Schriften berücksichtigt werden.

Dank gilt zunächst dem Verlag C.H. Beck, vor allem Herrn Rechtsanwalt Dr. Roland Klaes und Frau Rechtsanwältin Astrid Stanke aus dem Lehrstuhl für Wirtschaftsrecht für ihre Geduld und Begleitung der Neuauflage. Gedankt sei sodann allen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern, die an der Entstehung der zweiten Auflage mitgewirkt haben, namentlich Jannik Adam, Julian Franke, Oskar Hartmann, Christoph Heida, Désirée Höwing, Jakob Jochmann, Dominik Meier, Konstantin Neubert, Rita Schmidt, Christian Michael Schmidt, Oliver Schön, Robin Schulz, Markus Weißenberger, Lola Witt und Jacob Zell.

Schließlich haben wir einigen Gesprächspartnern zu danken, die für anregende Diskussionen, kritische Kommentare und Hintergrundgespräche zur Verfügung standen, vor allem – in Fortführung der Liste aus der Erstauflage – Jacob von Andreae, Michael Denga, Arnd Düker, Martin Eifert, Florian Hassner, Martin Heger, Martin Hellwig, Andreas A. Meyer, Christoph Ohler, Oliver Rieckers, Alexandros Rokas, Matthias Ruffert, Michael Schlitt, Heike Schweitzer sowie Gerhard Wagner.

Berlin, im April 2023

Lars Klöhn

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

## Aus dem Vorwort zur 1. Auflage

Es gibt einen Unterschied zwischen Recht und Regulierung. Die meisten Menschen sind fasziniert von der Idee des Rechts, aber skeptisch gegenüber der Vorstellung, reguliert zu werden. Es stellt sich daher die Frage: Enthält die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) nur eine Marktmissbrauchsregulierung (wie es der englische Titel *Market Abuse Regulation* nahelegt) oder mehr als das – ein Insiderrecht, ein Recht der Marktmanipulation und ein Recht der Ad-hoc-Publizität?

Bevor wir mit der Arbeit an dieser Kommentierung begannen, haben wir intensiv diskutiert, ob es sich überhaupt lohnt, einen Kommentar zur MAR zu schreiben. Sind nicht die meisten Fragen bereits durch Gesetzgebung auf Level 2 oder durch Leitlinien auf Level 3 des Lamfalussy-Verfahrens geklärt? Finden sich die Antworten auf die Fragen der Praxis nicht ohnehin in den Q&As der ESMA oder den FAQs der BaFin? Nach drei Jahren Arbeit an dem nun vorliegenden Erläuterungswerk und nach mehr als einem Jahr Erfahrung mit dem neuen Recht lautet unsere entschiedene Antwort: Selten war der Bedarf nach einer Kommentierung größer als momentan. Wer sich von den Handreichungen der ESMA Rechtssicherheit versprach, wurde enttäuscht. Die Level-2-Rechtsakte lassen viele Fragen offen, meist werfen sie neue auf. In vielen Bereichen, in denen die MAR lediglich Generalklauseln enthält, finden sich gar keine konkretisierenden Level-2- oder Level-3-Maßnahmen. Wichtiger als das aber ist, dass die vorhandenen Normen und Leitlinien nach ihrem Textbefund kaum mehr liefern als eine Regulierung. Vieles von dem, was Regulierung zu Recht macht – tragende Grundgedanken, systematische Geschlossenheit, konsequente Umsetzung – erschließt sich dem Leser nicht aus den Gesetzestexten, und es wäre fatal, darauf zu vertrauen, dass ESMA und BaFin Abhilfe schaffen würden. Im Gegenteil, Aufsichtsbehörden gehen das Risiko ein, durch eine allzu transparente und konsequente Interpretation des Rechts Flexibilität in der Aufsichtspraxis einzubüßen. Es bedarf daher umfassender, wissenschaftlich fundierter Erläuterungswerke, damit die MAR zum Fundament eines europäischen Marktmissbrauchsrechts werden kann. Der vorliegende Kommentar versucht, ein solches Werk zu sein.

Berlin, im Februar 2018

Lars Klöhn

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

# Inhaltsverzeichnis

---

Vorwort zur 2. Auflage .....	V
Aus dem Vorwort zur 1. Auflage .....	VII
Literaturverzeichnis .....	XI
Liste abgekürzt zitierter europäischer Rechtsakte .....	XV

## Marktmissbrauchsverordnung

Einleitung .....	1
------------------	---

### Kapitel 1 Allgemeine Bestimmungen

Artikel 1 Gegenstand .....	31
Artikel 2 Anwendungsbereich .....	34
Artikel 3 Begriffsbestimmungen .....	60
Artikel 4 Meldungen und Liste der Finanzinstrumente .....	65
Artikel 5 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen .....	77
Artikel 6 Ausnahme für Maßnahmen im Rahmen der Geldpolitik, der Staatsschuldenverwaltung und der Klimapolitik .....	114

### Kapitel 2 Insiderinformation, Insidergeschäfte, unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation

Vorbemerkungen zu Artikel 7 .....	129
Artikel 7 Insiderinformationen .....	186
Artikel 8 Insidergeschäfte .....	314
Artikel 9 Legitime Handlungen .....	373
Artikel 10 Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen .....	406
Artikel 11 Marktsondierungen .....	461
Vorbemerkungen zu Artikel 12 .....	526
Artikel 12 Marktmanipulation .....	589
Artikel 13 Zulässige Marktpraxis .....	711
Artikel 14 Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen .....	755
Artikel 15 Verbot der Marktmanipulation .....	791
Artikel 16 Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch .....	827

### Kapitel 3 Offenlegungspflichten

Vorbemerkungen zu Artikel 17 .....	861
Artikel 17 Veröffentlichung von Insiderinformationen .....	904
Artikel 18 Insiderlisten .....	1053
Artikel 19 Eigengeschäfte von Führungskräften .....	1074
Artikel 20 Anlageempfehlungen und Statistik .....	1107
Artikel 21 Weitergabe oder Verbreitung von Informationen in den Medien .....	1179

### Kapitel 4–7: nicht kommentiert

Stichwortverzeichnis .....	1199
----------------------------	------