

Capital Market Compliance bei mehrstufigen Strategiprojekten, NZG 2019, 175; *Weitzell* SPACs – Wo lauern die kapitalmarktrafrechtlichen Risiken?, NZG 2021, 1145; *Werthenbruch* Die Ad-hoc-Publizität bei der Fußball-AG, WM 2001, 193; *Widder* Insiderisiken und Insider-Compliance bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte, WM 2010, 1882; *ders.* Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen, BB 2010, 515; *ders./Bedkowski* Ad-hoc-Publizität im Vorfeld öffentlicher Übernahmen – Kritische Überlegungen zu § 15 WpHG im übernahmerechtlichen Kontext, BKR 2007, 405; *ders./Kocher* Die Zeichnung junger Aktien und das Insiderhandelsverbot, AG 2009, 654; *dies.* EuGH: Wertpapierhandel mit Insiderwissen „impliziert“ dessen Nutzung, GWR 2010, 35; *Wilken/Hagemann* Professionelle Leerverkaufsattacken – rechtliche Grundlagen und Grenzen, BB 2019, 2754; *Wilken/Hagemann* Compliance-Verstöße und Insiderrecht, BB 2016, 67; *Will* Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien, NJW 1973, 645; *Wilsing* Ad hoc-Information der Anleger: Zwischenschritte und Compliance-Vorfälle als Insiderinformation – Responion –, ZGR 2020, 276; *ders./Goslar* Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten – Die Entscheidung des EuGH vom 28.6.2012, C-19/11, „Geltl“, DStR 2012, 1709; *dies.* „Dainler, die Dritte“ – Insiderinformation iS des § 13 Abs. 1 WpHG bei zeitlich gestreckten Vorgängen, DStR 2013, 1610; *Winstel* Unterrichtung der Belegschaftsvertretung der Tochtergesellschaft im (grenzüberschreitenden) Aktienkonzern, 2011; *Wittmann* Informationsfluss im Konzern, 2008; *Wöhlers* Insiderhandel und Kursmanipulation – Prüfstein der Frage, wie weit sich Strafrechtsnormen an den Realitäten des Marktes zu orientieren haben, ZStW 125 (2013), 443; *Wójtek* Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, 1978; *Wölk* Ad-hoc-Publizität – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, AG 1997, 73; *Wolf* Zivilrechtlicher Anlegerschutz beim Insiderhandel, FS Döser, 1999, S. 255; *Wüsthoff* Der Auskunftsanspruch des Aktionärs nach § 131 Aktiengesetz zwischen Insider-Verboten und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2000; *Zetzsche* Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2006; *ders.* Normaler Geschäftsgang und Verschwiegenheit als Kriterien für die Weitergabe transaktionsbezogener Insiderinformationen an Arbeitnehmer, NZG 2015, 817; *ders.* Insider-Information beim verdeckten Beteiligungsaufbau („Anschleichen“) mittels Total Return Swaps, AG 2015, 381; *ders.* § 53a AktG als Informationsnorm, AG 2019, 701; *Ziegler* Due Diligence im Spannungsfeld zur Geheimhaltungspflicht von Geschäftsführern und Gesellschaftern, DStR 2000, 249; *Ziemons* Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, AG 1999, 492; *dies.* Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537; *Zimmer/Cloppenburg* Haftung für falsche Information des Sekundärmarktes auch bei Kapitalanlagen des nicht geregelten Kapitalmarktes?, ZHR 171 (2007), 519; *Zingel/Váradinek* Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BKR 2012, 177; *Ziouvas* Das neue Kapitalmarktrafrecht – Europäisierung und Legitimation, 2005; *Zirngibl* Die Due Diligence bei der GmbH und der Aktiengesellschaft, 2003; *Zoglauer* Einführung in die formale Logik für Philosophen, 5. Aufl. 2016; *Zöllner* Zur Problematik der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, AG 2000, 145; *ders.* Unternehmensinnenrecht – Gibt es das?, AG 2003, 2; *Zöllner-Petzoldt* Das Modul C des Emittentenleitfadens der BaFin: Neues zu Insiderinformation, Ad-hoc-Veröffentlichungen und Managers' Transactions, BKR 2020, 272; *Zschenderlein* Die Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Auskunftserteilung in der Aktiengesellschaft, 2007; *Zuzak* Ökonomische Analyse der Regulierung des Insiderhandels, 2008; *Zweigert/Kötz* Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996.

B. Fremdsprachige Literatur: *Abdolmohammadi/Sultan* Ethical Reasoning and then Use of Insider Information in Stock Trading, 37 J. Bus. Ethics 165 (2002); *Ahern* Information networks: Evidence from illegal insider trading tips, 125 J. Fin. Econ. 26 (2017); *Akerlof* The market for „lemons“: Quality uncertainty and market mechanisms, 84 Q. J. Econ. 488 (1970); *Allen* The Scope of the Disclosure Duty under SEC Rule 14e-3, 38 Wash. & Lee L. Rev. 1055 (1981); *Amihud/Mendelson* Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, 17 J. Fin. Econ. 223 (1986); *Anand/Choi/Pritchard/Puri* An empirical comparison of insider trading enforcement in Canada and the United States, 57 Int. Rev. Law Econ. 49 (2019); *Aussenegg/Jelic/Ranzi* Corporate insider trading in Europe, 54 J. Int. Financ. Markets Inst. Money 27 (2018); *Ausubel* Insider Trading in a Rational Expectations Economy, 80 Am. Econ. Rev. 1022 (2001); *Ayres* Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market, 77 Va. L. Rev. 945 (1991); *ders./Choi* Internalizing Outsider Trading, 101 Mich. L. Rev. 313 (2002); *Bachelier* Théorie de la spéculation, 1900; *Bagehot* The only game in town, 27 Fin. Analysts J. 12 (1971); *Baiman/Verrecchia* The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading, 34 J. Acct. Res. 1 (1996); *Bainbridge* The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma, 38 U. Fla. L. Rev. 35 (1986); *ders.* Insider Trading under the Restatement of the Law Governing Lawyers, 19 J. Corp. L. 1 (1993); *ders.* Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition, 52 Wash. & Lee L. Rev. 1189 (1995); *ders.* Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice between Property Rights and Securities Fraud, 52 S.M.U. Law Review 1589 (1999); *ders.* An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU? (January 26, 2005), <http://ssrn.com/abstract=0654703>; *ders.* Insider Trading, in Bouckaert/De Geest (eds.), Encyclopedia of Law & Economics, Vol. V, 2000, S. 772; *ders.* (ed.) Research Handbook on Insider Trading, 2013; *ders.* A Critique of the Insider Trading Prohibition Act 2021, 2021 U. Ill. L. Rev. Online 231 (2021); *Ajeayo Banerjee/Woodrow Eckard* Why regulate insider trading? Evidence from the first great merger wave, 91 Am. Econ. Rev. 1329 (2001); *Banks* The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking, 2010; *Barbaris/Thaler* A Survey of Behavioral Finance, in Constantinide/Harris/Stulz (eds.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, Vol. 1 B,

1051; *Barclay/Warner* Stealth Trading and volatility: which trades move prices?, 34 J. Fin. Econ. 281 (1993); *Bastin/Hubner* Concentrated Announcements on Clustered Data: An Event Study on Biotechnology Stocks, EFA 2004 Maastricht Meetings Paper, Universite de Liege Finance Working Paper No. 2004/05, June 2004; *Bayne* Insider Trading: The Essence of the Insider's Duty, 41 U. Kan. L. Rev. 315 (1992); *Beaver* Market Efficiency, 56 Acct. Rev. 23 (1981); *Bebchuk/Fershtman* Insider Trading and the Managerial Choice among Risky Projects, 29 J. Fin. & Quant. Anal. 1 (1994); *Beny* Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate, 32 J. Corp. L. 237 (2007); *dies.* Do Investors in Controlled Firms Value Insider Trading Laws? International Evidence., 4 J. L. Econ. & Pol'y 267 (2008); *Berk/van Binsbergen* The Impact of Impact Investing (June 10, 2022), https://papers.ssrn.com/abstract_id=3909166; *Bettis/Duncan/Harmon* The Effectiveness Of Insider Trading Regulations, 14 J. Appl. Bus. Res. 53 (1998); *Bettis/Coles/Lemmon* Corporate policies restricting trading by insiders, 57 J. Fin. Econ. 191 (2000); *Bhattacharya/Daouk* The World Price of Insider Trading, 57 J. Fin. 75 (2002); *Bhattacharya/Spiegel* Insiders, Outsiders, and Market Breakdowns, 4 Rev. Fin. Stud. 255 (1991); *Bhattacharya/Daouk/Jorgenson/Kehr* When an Event Is Not an Event: The Curious Case of an Emerging Market, 55 J. Fin. Econ. 69 (2000); *Birmingham* The Duty to Disclose and the Prisoner's Dilemma: *Laidlaw v. Organ*, 29 Wm. & Mary L. Rev. 249 (1988); *F. Black Noise*, 41 J. Fin. 529 (1986); *ders./Scholes* The pricing of options and corporate liabilities, 81 J. Pol. Econ. 637 (1973); *J. Black* Paradoxes and failures: 'new governance' techniques and the financial crisis, (2012) 75 MLR 1037; *Black/Hanrahan* Securities and Financial Services Law, 10th Ed. 2021; *Block/Barton/Garfied* Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans, 40 Bus. L. 1243 (1985); *Bonneau* L'information n'est-elle precise que s'il est possible de déterminer le sens, à la hausse ou à la baisse, de la variation sur le cours du titre?, BJB, janvier 2014, 15; *Brennan/Subrahmanyam* Market Microstructure and Assets Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns, 41 J. Fin. Econ. 441 (1996); *Brenner* On the irrelevance of insider trading for managerial compensation, 55 Eur. Econ. Rev. 293 (2011); *Bris* So Insider Trading Laws Work?, 11 Eur. Fin. Mgmt. 267 (2005); *Burrough/Helyar* Barbarians at the Gate – The Fall of RJR Nabisco, 1990; *Bushman/Piotroski/Smith* Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms, 60 J. Fin. 35 (2005); *Bradley/Khanha/Slezak* Insider Trading, Outside Search, and Resource Allocation: Why Firms and Society May Disagree on Insider Trading Restrictions, 7 Rev. Fin. Stud. 575 (1995); *Brealey/Myers/Allen* Principles of Corporate Finance, 13th Ed. 2019; *Brockman/Tresl/Unlu* The impact of insider trading laws on dividend payout policy, 29 J. Corp. Fin. 263 (2014); *Bromberg/Lowenfels/Sullivan* Bromberg & Lowenfels on Securities Fraud, Database (Stand: April 2021); *Brudney* Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws, 93 Harv. L. Rev. 322 (1979); *Brunnermeier/Nagel* Hedge Funds and the technology bubble, 59 J. Fin. 2013 (2004); *Campbell* Asset Pricing at the Millennium, 55 J. Fin. 1515 (2000); *Carlton/Fischel* The Regulation of Insider Trading, 35 Stan. C. Rev. 857 (1983); *Carney* Signalling and Causation in Insider Trading, 36 Cath. U. L. Rev. 863 (1987); *Chakravarty/McConnell* An analysis of prices, bid/ask spreads, and bid and ask depths surrounding Ivan Boesky's illegal trading in Carnation's stock, 26 Fin. Mgmt. 18 (1997); *dies.* Does Insider Trading Really Move Stock Prices?, 34 J. Fin. & Quant. Anal. 191 (1999); *Chava* Environmental Externalities and Cost of Capital, 60 Mgm. Sci. 2223 (2014); *Chen/Da/Zhao* What Drives Stock Price Movements?, 26 J. Fin. Stud. 841 (2013); *Choi/Pritchard* Securities Regulation: Cases and Analysis, 5th Ed. 2019; *Chung/Charoenwong* Insider Trading and the Bid-Ask Spread, 33 Fin. Rev. 1 (1998); *Clark* Corporate Law, 1986; *Cline/Walking/Yore* The consequences of managerial indiscretions: Sex, lies, and firm value, 127 J. Financ. Econ. 389 (2020); *Cline/Williamson/Xiong* Culture and the Regulation of Insider Trading Across Countries, 67 J. Corp. Fin. 101917 (2021); *Cochrane* Asset Pricing, revd. Ed. 2005; *Comment/Jarrell* The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchase, 46 J. Fin. 1243 (1991); *Constantinides* Capital Market Equilibrium with Transaction Costs, 94 J. Pol. Econ. 842 (1986); *Cooper/Dimitrov/Rau* A Rose.com by any other name, 56 J. Fin. 2371 (2001); *Copeland/Galai* Information Effects and the Bid-Ask Spread, 38 J. Fin. 1457 (1983); *Cooter* The Random Character of Stock Market Prices, 2000; *Cornell/Sirri* The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading, 47 J. Fin. 1031 (1992); *Cox* Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the „Chicago School“, 1986 Duke L.J. 628; *ders./Hillman/Langevoort/Lipton/Sjostrom* Securities Regulation, Cases and Materials, 9th Ed. 2020; *Crimmins* Insider Trading: Where Is the Line?, 2013 Colum. Bus. L. Rev. 330; *Cutler/Summers*, The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil Litigation, 19 RAND J. Econ. 157 (1988); *Dalley* From Horse Trading to Insider Trading: The Historical Antecedents of the Insider Trading Debate, 39 Wm. & Mary L. Rev. 1289 (1998); *D'Aloisio* Insider trading and market manipulation (Speech, Supreme Court of Victoria Law Conference, Melbourne, 13 August 2010); *Da Silva/Vieira*, On the Effects of Capital Markets' Regulation on Price Informativeness: an Assessment of EU Market Abuse Directive, Financial Mark. Portf. Manag. (im Erscheinen), <https://doi.org/10.1007/s11408-021-00392-6>; *Davies* The European Community's Directive on Insider Dealing: From Company Law to Securities Market Regulation?, Oxf.J.Leg.Stud. 11 (1991), S. 92; *DeMarzo/Fishman/Hagerty* The Optimal Enforcement of Insider Trading Regulations 106 J. Polit. Econ., 602 (1998); *Demsetz* Corporate control, insider trading and rates of return, Am. Econ. Rev. 313 (1986); *Denis/Xu* Insider trading restrictions and top executive compensation, 56 J. Acct. & Econ. 91 (2013); *Dine* Implementation of the EC Insider Directive in the UK, Company Lawyer 14 (1993), S. 61; *Dolgoplov* Insider Trading and the Bid-Ask Spread: A Critical Evaluation of Adverse Selection in Market Making, 33 Cap. U. L. Rev. 83 (2004); *Dooley* Enforcement of Insider Trading Restrictions, 66

Va. L. Rev. 1 (1980); *ders.* The Fundamentals of Corporation Law, 1995; *Dow/Gorton* Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?, 52 J. Fin. 1087 (1997); *Dye* Insider Trading and Incentives, 57 J. Bus. 295 (1984); *Easley/O'Hara* Information and the Cost of Capital, 59(4) J. Fin. 1553 (2004); *Easterbrook* Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, 1981 Sup. Ct. Rev. 309; *ders./Fischel* The Economic Structure of Corporate Law, 1991; *Estrada/Peña* Empirical Evidence on the Impact of European Insider Trading Regulations, 20 Stud. Econ. & Fin. 12 (2002); *Fama* Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. Fin. 383 (1970); *ders.* Foundations of Finance, 1976; *ders./French* Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, 50 J. Fin. 131 (1995); *ders./Miller* The Theory of Finance, Chicago 1972; *Farrar/Watson* Company and Securities Law in New Zealand, 2nd Ed. 2013; *Fernandes/Ferreira* Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness, 22 Rev. Fin. Stud. 1845 (2009); *Ferrarini* Inside information in protracted processes and the MAR review, FS Hopt, 2020, S. 223; *Figlewski* Market Efficiency in a Market with heterogeneous Information, 86 J. Pol. Econ. 581 (1978); *Finnerty* Insiders and Market Efficiency, 31 J. Fin. 1141 (1976); *Fischel* Insider Trading and Investment Analysts: An economic Analysis of Dirks v. Securities and Exchange Commission, 13 Hofstra L. Rev. 127 (1984); *ders.* Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory, 74 Cornell L. Rev. 907 (1989); *Fischhoff*, Hindsight ≠ foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty, 1 J. J. Exp. Psychol. Hum. Percep. Perf. 288 (1975); *Fischhoff/Beyth*, „I knew it would happen“ – Remembered probabilities of once-future-things, 13 Org. Behav. & Hum. Perf. 1 (1975); *Fishe/Robe* The impact of illegal insider trading in dealer and specialist markets: evidence from a natural experiment, 71 J. Fin. Econ. 461 (2004); *Fishman/Hagerty* Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices, 23 RAND J. Econ. 106 (1992); *Ford/Austin/Ramsay* Principles of Corporations Law, 17th Ed. 2018; *Fox* Insider Trading Deterrence versus Managerial Incentives: A Unified Theory of Section 16 (b), 92 Mich. L. Rev. 2088 (1994); *Frankfurter/McGoun/Allen* The prescriptive turn in behavioral finance, 33 J. Socio-Economics 449 (2004); *Fried* Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303 (1998); *ders.* Insider Abstention, 113 Yale L.J. 455 (2003); *Frijns/Gilbert/Tourani-Rad* Insider Trading, Regulation, And the Components of the Bid-Ask Spread, 31 J. Fin. Res. 225 (2008); *dies.* Do Criminal Sanctions Deter Insider Trading?, 48 Fin. Rev. 205 (2013); *Froot/Scharfstein/Stein* Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation, 47 J. Fin. 1461 (1992); *Gârleanu/Pedersen* Adverse Selection and the Required Return, 17 Rev. Fin. Stud. 643 (2006); *Gemmell/Thomas* Noise Trading, Costly Arbitrage and Asset Prices: Evidence from closed-end funds, 57 J. Fin. 2571 (2002); *Georgakopoulos* Insider Trading as a Transactional Cost: A Market Microstructure Justification and Optimization of Insider Trading Regulation, 26 Conn. L. Rev., 1 (1993); *Gillen* Securities Regulation in Canada, 4th Ed. 2019; *Gilovich/Griffin/Kahneman* Heuristics and Biases, The Psychology of Intuitive Judgement, 2002; *Gilson/Kraakman* The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. 549 (1984); *Glaser/Weber* Overconfidence, in Baker/Nofsinger (eds.), Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets, 2010, S. 241; *Glosten* Insider Trading, Liquidity, and the Role of the Monopolist Specialist, 62 J. Bus. 211 (1989); *ders./Milgrom* Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, 14 J. Fin. Econ. 71 (1985); *Goshen/Parchomovsky* On Insider Trading, Markets and „negative“ Property Rights in Information, 87 Va. L. Rev. 1229 (2001); *dies.* The Essential Role of Securities Regulation, 55 Duke L.J. 711 (2006); *Greenberg* Insider Trading and Family Values, 4 Wm. & Mary J. Women & L. 303 (1998); *Griffiths* Aussie Rules ‚Reform‘ of New Zealand Securities Law, 22 C&SLJ 73 (2004); *dies.* Outside Insiders, Market Manipulators and New Zealand Securities Regulation, 24 C&SLJ 258 (2006); *Groia/Hardie* Securities Litigation and Enforcement, 2nd Ed. 2012; *Grossman/Stiglitz* On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980); *dies.* On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information, 31 J. Fin. 573 (1976); *dies.* Information and Competitive Price Systems, 66 Am. Econ. Rev. 246 (1976); *Haddock/Macey* A Coasian Model of Insider Trading, 80 Nw. U. L. Rev. 1449 (1986); *dies.* Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation, 30 J. L & Econ. 311 (1987); *Haft* The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation, 80 Mich. L. Rev. 1051 (1982); *Hansen* Insider Dealing Defined: The EU Court's Decision in Spector Photo Group, 7 ECL 98 (2010), 98; *Van Harlow/Howe* Leveraged Buyouts and Insider Nontrading, 22(1) Fin. Mgmt. 109 (1993); *Harris* Trading & Exchanges, 2003; *P. Hauck* Europe's commitment to countering insider dealing and market manipulation on the basis of Art. 83 para. 2 TFEU, ZIS 2015, 336; *Hellgardt* The notion of inside information in the Market Abuse Directive: Geldt, Common MLR 50 (2013), 861; *Heminway* Female Investors and Securities Fraud: Is the reasonable Investor a woman?, 15 Wm. & Mary J. Women & L. 291 (2009); *Henderson* Insider Trading and CEO Pay, 64 Vand. L. Rev. 505 (2011); *Hiler* The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other soft Information: Old Problems, Changing Views, 46 Md. L. Rev. 1114 (1987); *Hirshleifer* Investor Psychology and Asset Pricing, 56 J. Fin. 1533 (2001); *Hong/Kacperczyk* The price of sin: The effects of social norms on markets, 93 J. Fin. Econ. 15 (2009); *Horwich* Possession Versus Use: Is there a Causation Element in the Prohibition on Insider Trading?, 52 Bus. Law. 1235 (1997); *Huddart/Ke* Information Asymmetry and Cross-sectional Variation in Insider Trading, 24 Contemp. Acct. Res. 195 (2007); *Hopt/Wymeersch* (eds.) European Insider Dealing: Law and Practice, 1991; *dies.* (eds.) Capital Markets and Company Law, 2003; *House of Representatives Standing Committee on Legal and Constitutional Affairs*, Fair Shares for All: Insider Trading in Australia (Griffiths Report), 1989; *Hu/Noe* Insider Trading and Managerial Incentives, 25 J. Banking & Fin. 681 (2001); *Invin* Stated Expectations as Functions of Probability and

Desirability of Outcomes, *J. Personality* 329 (1953); *Jackson/Roe* Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence, 93 *J. Fin. Econ.* 207 (2009); *Jacoby/Fowler/Gottesman* The Capital Asset Pricing Model and the Liquidity Effect: A Theoretical Approach, 3 *J. Fin. Markets* 69 (2000); *Jaffe* The Effect of Regulation Changes on Insider Trading, 5 *Bell J. Econ. & Mgmt. Sci.* 93 (1974); *Jagolinzer/Larcker/Ormazabal/Taylor* Political Connections and the Informativeness of Insider Trades, 74 *J. Fin.* 1833 (2020); *Jennings* Book Review of „Insider Trading and the Stock Market“ by Henry G. Manne, 55 *Calif. L. Rev.* 1229 (1967); *Jensen/Meckling* Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure, 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976); *Kabir/Vermaelen* Insider trading restrictions and the stock market: Evidence from the Amsterdam Stock Exchange, 40 *Eur. Econ. Rev.* 1591 (1996); *Kahan* Securities Laws and the Social Costs of „Inaccurate“ Stock Prices, 41 *Duke L.J.* 977 (1992); *Kaldor* Speculation and Economic Stability, 7 *Rev. Econ. Stud.* 1 (1939); *Kamman/Hood* With the Spotlight on the Financial Crisis, Regulatory Loopholes, and Hedge Funds, How Should Hedge Funds Comply with the Insider Trading Laws?, 2009 *Colum. Bus. L. Rev.* 357; *Kaplow* Rules versus Standards: An Economic Analysis, 42 *Duke L.J.* 557 (1992); *Karmel* The Relationship Between Mandatory Disclosure and Prohibitions Against Insider Trading: Why a Property Rights Theory of Inside Information is Untenable, 59 *Brook. L. Rev.* 149 (1993); *Katz* Crime, Consent, and Insider Trading, 5 *J. Contemp. Legal Issues* 217 (1994); *Keck* The Information Dilemma – Private Information as a Cause of Transaction Failure in Markets, Regulation, Hierarchy, and Politics, 31 *J. Conflict Resolution* 139 (1987); *Kennedy* Form and Function in Private Law Adjudication, 89 *Harv. L. Rev.* 1685 (1976); *Kerr* A Walk Through the Circuits: the Duty to Disclose Soft Information, 46 *Md. L. Rev.* 1071 (1987); *Kersting* The Case for Abolishing Sovereign Debtors’ Privileges, ZBB 2012, 439; *Kinander* Ten years after: the Spector presumption in MAD, MAR and MAD II, CMLJ 14 (2021), 364; *Kini/Mian* Bid-Ask Spread and Ownership Structure, 18 *J. Fin. Res.* 401 (1995); *Klock* Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Insider Trading, 10 *Ga. St. L. Rev.* 297 (1994); *Klöhn* Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID – A Behavioural Law & Economics Perspective, EBOR 10 (2009), 437; *ders.* The European Insider Trading Regulation after the ECJ’s Spector Photo Group-Decision, ECFR 2010, 347; *ders.* Inside information without an incentive to trade? What’s at stake in ‚Lafonta v AMF‘, CMLJ 10 (2015), 162; *ders.* Financial Journalism, unlawful disclosure of inside information and freedom of press: Mr A v Autorité des marchés financiers, CMLR 60 (2023) 547; *Kobayashi/Ribstein* Outsider Trading as an Incentive Device, 40 *UC Davis L. Rev.* 21 (2006); *Koudijs* „Those Who Know Most“: Insider Trading in 18th c. Amsterdam (November 29, 2012), <http://ssrn.com/abstract=2220532>; *Krakeman* The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States, in *Hopt/Wymersch* (eds.), *European Insider Dealing: Law and Practice*, 1991, S. 39; *Kunda* Motivated inference: Self-serving generation and evaluation of causal theories, 53 *J. Pers. & Soc. Psychol.* 636 (1987); *Kyle* Continuous Auctions and the Insider Trading, 53 *Econometrica*, 1315 (1985); *Lamba/Khan* Exchange Listings and Delistings: The Role of Insider Information and Insider Trading, 22 *J. Fin. Res.* 131 (1999); *Langevoort* Rereading „Cady, Roberts“: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation, 99 *Colum. L. Rev.* 1319 (1999); *ders.* Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention, Database (Stand: Mai 2021); *Langenbucher* The „use or possession“ debate revisited – Spector Photo Group and insider trading in Europe, CMLJ 5 (2010), 452; *Lansford* Strategic Coordination of Good and Bad News Disclosures: The Case of Voluntary Patent Disclosures and Negative Earnings Surprises (July 17, 2006), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=830705; *Lawson* The Ethics of Insider Trading, 11 *Harv. J. L. & Pub. Pol’y* 727 (1988); *Ian B. Lee* Fairness and Insider Trading, 2002 *Colum. Bus. L. Rev.* 119; *Leland* Insider Trading: Should it be prohibited?, 100 *J. Polit. Econ.* 859 (1992); *Leisawitz* Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano: Rejection of the Status of the Statistically Significant Standard Reopened the Door to Securities Fraud Strike Suits, 36 *Del. J. Corp. L.* 675 (2011); *Levmore* Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts, 68 *Va. L. Rev.* 117 (1982); *Lintner* The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, 47 *Rev. Econ. & Stat.* 13 (1965); *Lombardo* Some Reflections on the Self-insider and the Market Abuse Regulation – The Self-insider as a Monopoly Square Insider, ECFR 2021, 2; *Loss/Seligman/Paredes* Fundamentals of Securities Regulation, 6th Ed. 2011; *Lyon/du Plessis* The Law of Insider Trading in Australia, 2005; *Macey* From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules against Insider Trading, 13 *Hofstra L. Rev.* 9 (1984); *ders.* Securities Trading: A Contractual Perspective, 50 *Case W Res. L. Rev.* 269 (1999); *ders.* Getting the Word out About Fraud, 105 *Michi. L. Rev.* 1899 (2007); *MacIntosh/Nicholls*, Securities Law, 2002; *Mahani/Bernhardt* Financial Speculators Underperformance: Learning, Self-Selection, and Endogenous Liquidity, 62 *J. Fin.* 1313 (2007); *Mandelbrot* Forecasts of Future Prices Unbiased Markets and „Martingale“ Models, 39 *J. Bus.* 242 (1966); *Manne* Mergers and the Market for Corporate Control, 73 *J. Pol. Econ.* 110 (1965); *ders.* Insider Trading and the Stock Market, 1966; *ders.* In Defense of Insider Trading, 44(6) *Harv. Bus. Rev.* 113 (1966); *ders.* Insider Trading and the Law Professors, 23 *Vand. L. Rev.* 547 (1970); *ders.* Insider Tradings and Property Rights in new Information, 4 *Cato J.* 933 (1985); *ders.* Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that did not bark, 31 *Corp. L.* 167 (2005); *Manove* The Harm from Insider Trading and Informed Speculation, 104 *Q. J. Econ.* 824 (1989); *Mannolini*, Insider Trading – The Need for Conceptual Clarity, 14 *C&SLJ* 151 (1996); *Markowitz* Portfolio Selection, 7 *J. Fin.* 77 (1952); *Marsh* Insider Trading and the Stock Market by Henry G. Manne (Review), 66 *Mich. L. Rev.* 1317 (1968); *Maug* Insider Trading Legislation and Corporate Governance, 46 *Eur. Econ. Rev.* 1569 (2002); *Mendelson* The Economics of Insider Trading Reconsidered, Book Review of „Insider Trading and the Stock Market“ by Henry G. Manne, 117 *U. Pa. L. Rev.* 470 (1969); *Meulbroeck* An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, 47 *J. Fin.* 1661 (1992);

Merton Theory of Rational option pricing, 4 Bell J. Econ. & Mgmt. Sci. 141 (1973); Miller/Modigliani Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, 34 J. Bus. 411 (1961); G. Mitchell Why Law and Economics' Perfect Rationality Should Not Be Traded for Behavioral Law and Economics' Equal Incompetence, 91 Geo. L. J. 67 (2002); M. Mitchell/Pulvino/Stafford Limited Arbitrage in Equity Markets, 57 J. Fin. 551 (2002); Mollet/Ziegler Socially responsible investing and stock performance: New empirical evidence for the US and European stock markets, 23 Rev. Fin. Econ. 208 (2014); Moloney EC Securities and Financial Markets Regulation, 3rd Ed. 2014; Mosca Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness, ECFR 15 (2018), 805; Nagy/Painter/Sachs Securities Litigation and Enforcement – Cases and Materials, 4th Ed. 2017; B. Neupaane/Thapa/Marshall/S. Neupaane Mimicking insider trades, 68 J. Corp. Fin. 101940 (2021); C. F. Noe Voluntary disclosures and insider transactions, 27 J. Acct. & Econ. 305 (1999); T. Noe Insider Trading and the Problem of Corporate Agency, 13 J. L. Econ. & Org. 287 (1997); Padilla How do we think about Insider Trading? An Economist's Perspective on the Insider Trading Debate and its Impact, 4 Econ. & Pol'y 239 (2008); Painter Book Review of „Insider Trading and the Stock Market“ by Henry G. Manne, 35 Geo. Wash. L. Rev. 146 (1966); Palmiter Securities Regulation, 8th Ed. 2021; Park The Competing Paradigms of Securities Regulation, 57 Duke L. J. 625 (2007); ders. Rules, Principles, and the Competition to Enforce the Securities Laws, 100 Cal. L. Rev. 115 (2012); Patel Does Insider Trading Law Change Behavior? An Empirical Analysis, 53 U. C. Davis L. Rev. 447 (2019); Patterson Book Review of „Insider Trading and the Stock Market“ by Henry G. Manne, 57 Am. Econ. Rev. 971 (1967); Persons SEC's Insider Trading Enforcements and Target Firms' Stock Value, 39 J. Bus. Res. 187 (1997); Poser Book Review of „Insider Trading and the Stock Market“ by Henry G. Manne, 53 Va. L. Rev. 753 (1967); Prentice/Donelson Insider Trading as a signaling Device, 47 Am. Bus. J. J. 1 (2010); Prindl/Proadhan Ethical Conflicts in Finance, 1994; Rachlinski The New Law and Psychology: A Reply to Critics, Skeptics, and Cautious Supporters, 85 Cornell L. Rev. 739 (2000); ders. The Uncertain Psychological Case for Paternalism, 97 Nw. U. L. Rev. 1165 (2003); Rakoff Introduction, 115 Harv. L. Rev. 1278 (2002); Redmond Corporations and Financial Markets Law, 7th Ed. 2017; Remund L'exploitation d'informations d'initiés selon les articles 154 et 142 LIMF, 2021; Rider/Ashe Insider Crime, 1993; ders./French The Regulation of Insider Trading, 1979; Ross The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, 13 J. Econ. Theory 341 (1976); Rubinstein Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case, 57(3) Fin. Analysts J. 15 (2001); Salbu The Misappropriation Theory of Insider Trading: A Legal, Economic, and Ethical Analysis, 15 Harv. J.L. & Pub. Pol'y 223 (1992); ders. Tipper Credibility, Noninformational Tippee Trading, And Abstinence From Trading: An Analysis Of Gaps In The Insider Trading Laws, 68 Wash. L. Rev. 307 (1993); Samuelson Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly, 6 Indus. Mgmt. Rev. 41 (1965); Scheppele „It's just not right“: The Ethics of Insider Trading, 56 Law & Contemp. Probs. 124 (1993); Schneider Nits Grits and Soft Information in SEC Filings, 121 U. Pa. L. Rev. 254 (1972); K. Schoen Insider Trading: The „Possession versus Use“ Debate, 148 U. Pa. L. Rev. 239 (1999); Schotland Unsafe at any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market, 53 Va. L. Rev. 1425 (1967); Schroeder Envy and Outsider Trading: The Case of Martha Stewart, 26 Cardozo L. Rev. 2023 (2005); Scott Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy, 9 J. Legal Stud. 801 (1980); Seligman The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Nonpublic Information, 73 Georgetown L.J. 1083 (1985); Seyhun The Effectiveness of Insider Trading Sanctions, 35 J. Fin. Econ. 149 (1992); Sharpe Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, 19 J. Fin. 425 (1964); Sieland Caveat Emptor! After all the Regulatory Hoopla, Securities Analysts Remain Conflicted on Wall Street, 2003 U. Ill. L. Rev. 531 (2003); Silver The Signal and the Noise, 2012; Shin The Optimal Regulation of Insider Trading, 5 J. Fin. Intermed. 49 (1996); Shleifer/Vishny Managerial entrenchment, the case of manager specific investments, J. Fin. Econ. 123 (1989); ders. Inefficient Markets, 2000; Spitz Recent Developments in Insider Trading Laws and Problems of Enforcement in Great Britain, 12 B.C. Int'l & Comp. L. Rev. 265 (1989); Statman Local Ethics in a Global World, 63(3) Fin. Anal. J. 32 (2007); Steinberg/Goldman Issuer Affirmative Disclosure Obligations – an Analytical Framework for Merger Negotiations, Soft Information, and Bad News, 46 Md. L. Rev. 923 (1987); Stigler The law and economics of public policy: a plea to the scholars, 1 J. Legal Stud. 1 (1972); Stoll Market Microstructure, in Constantinide/Harris/Stulz (eds.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, Vol. 1 B, S. 553; Stout The Unimportance of being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation, 87 Mich. L. Rev. 613 (1987); dies. Irrational Expectations, 3 Legal Theory 227 (1997); dies. Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives, 48 Duke L. J. 701 (1999); dies. The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance, 28 J. Corp. L. 635 (2003); Strampelli Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing, 55 San Diego L. Rev. 803 (2018); ders. Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director–Institutional Investor Engagement in Law and Practice, 12 Va. L. & Bus. Rev. 187 (2018); Strudler/Orts Moral Principle in the Law of Insider Trading, 78 Tex. L. Rev. 375 (1999); Swanson Insider Trading Madness: Rule 10b-5 and the Death of Scientoer, 52 U. Kan. L. Rev. 147 (2003); Tanimura/Wehrly The Effects Of Insider Trading Restrictions: Evidence From Historical Dividend Initiations And Omissions, 35 J. Fin. Res. 1 (2012); Teall Financial Trading and Investing, 2012; Thaler From Homo Economicus to Homo Sapiens, 14(1) J. Econ. Persp. 133 (2000); Toeh/Welch/Wazzan The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South Africa Boycott, 72 J. Bus. 35 (1999); Trinks/Scholtens/Mulder/Dam Fossil Fuel Divestment and Portfolio Performance, 146 Ecol. Econ. 740 (2018); Tversky/Kahneman Belief in the law

of small numbers, 76 Psychol. Bulletin 105 (1971); *dies.* Subjective probability: A judgment of representativeness, 3 Cog. Psychol. 430 (1972); *dies.* Availability: A heuristic for judging frequency and probability, 5 Cog. Psychol. 207 (1973); *dies.* On the psychology of prediction, 80 Psychol. Rev. 237 (1973); *dies.* Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases, 185 Science 1124 (1974); *dies.* Prospect Theory: An analysis of decision under risk, 47 Econometrica 263 (1979); *dies.* „The framing of decisions and the psychology of choice“, 211 Science 453 (1981); *dies.* Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases, 1982; *dies.* Extensional vs. intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment, 90 Psychol. Rev. 293 (1983); *dies.* Choices, values and frames, 39 Am. Psychologist 341 (1984); *dies.* Choices, Values and Frames, 2000; *Verrechia* On the theory of market information efficiency, 1 J. Acct. & Econ. 77 (1979); *Weinstein* Unrealistic Optimism About Future Life Events, 39 J. Pers. & Soc. Psychol. 806 (1980); *ders./Klein* Unrealistic Optimism: Present and Future, 15 J. Soc. & Clin. Psychol. 1 (1996); *Wang* Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is harmed, and who can sue whom under SEC Rule, 54 S. Cal. L. Rev. 1217 (1981); *ders.* Some Arguments that the Stock Market is Not Efficient, 19 U.C. Davis L. Rev. 341 (1986); *ders.* Stock Market Insider Trading: Victims, Violators and Remedies – including an analogy to fraud in the sale of a used car with a generic defect, 45 Vill. L. Rev. 27 (2000); *Winslow/Anderson* From „Shoeless“ Joe Jackson to Ivan Boesky: A Sporting Response to Law and Economics Criticism of the Regulation of Insider Trading, 81 Ky. L.J. 295 (1992–1993); *Wu* An Economist looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934, 68 Colum. L. Rev. 260 (1968); *A. J. Ziobrowski/Cheng/Boyd/B. J. Ziobrowski* Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate, 39 J. Fin. & Quant. Anal. 661 (2004).

Übersicht

	Rn.		Rn.
I. Rechtsvergleichende und regulierungstheoretische Grundlagen des Insiderrechts		c) Insiderhandel als Untreue oder Informationsdiebstahl	60
1. Überblick	1	5. Rechtsdurchsetzung	68
a) Bedeutung für das europäische Insiderrecht	1	a) Staatlich	68
b) Begriffliches	2	b) Privat	69
c) Historische Wurzeln	4	II. Ökonomischer Hintergrund des Insiderrechts	72
d) Überblick über die wichtigsten ausländischen Rechtsquellen	7	1. Grundlagen	72
2. Regelungsinstrumente des Insiderrechts	15	a) Der Fundamentalwert von Finanzinstrumenten	72
a) Überblick	15	b) Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	75
b) Informationsbezogenes Handels-, Offenlegungs- und Verleitungsverbot	16	c) Das Informationsarbitragemodell des Wertpapierhandels	84
c) Personenbezogenes (zeitweiliges) Handelsverbot	17	d) Liquiditätsanbieter und die Komponenten der Geld/Brief-Spanne	89
d) Flankierende Publizitätsvorschriften	21	2. Ökonomische Rechtfertigung des Insiderhandelsverbots	93
3. Geltungsgründe des Insiderverbots	25	a) Überblick über die Diskussion	93
a) Überblick	25	b) Das Plädoyer für eine Deregulierung	96
b) Fairness	27	c) Die ökonomische Rechtfertigung des Insiderhandelsverbots	108
c) Anlegerschutz	30	3. Wichtige Zwischenergebnisse	128
d) Marktschutz	33	4. Empirische Evidenz	130
e) Emittenten- bzw. Aktionärerschutz	41	a) Überblick über die Literatur	130
4. Dogmatische Konzepte des Insiderrechts	45	b) Makroökonomische Studien	132
a) Insiderhandel als Marktdelikt	46	c) Mikroökonomische Studien	137
b) Insiderhandel als Betrug	52	d) Effektivität des Insiderhandelsverbots	141

I. Rechtsvergleichende und regulierungstheoretische Grundlagen des Insiderrechts

1 1. Überblick. a) Bedeutung für das europäische Insiderrecht. Insiderrecht ist keine europäische Erfindung. Im Gegenteil, Europa ist ein insiderrechtlicher Nachzügler. Der Schatz an insiderrechtlichen Urteilen, Verwaltungsrichtlinien und Ansätzen in der rechtswissenschaftlichen Literatur ist begrenzt. Dies hebt den Wert der Rechtsvergleichung und der Regulierungstheorie. Für das Verständnis und die Entwicklung sinnvoller Problemlösungsansätze im Insiderrecht ist ein Blick über die geographischen und fachlichen Grenzen des europäischen Rechts unverzichtbar. Wie in kaum einem anderen Rechtsge-

biet gilt der Satz von *Konrad Zweigert* und *Hein Kötz*: „Keine Wissenschaft kann es sich leisten, sich allein auf die Erkenntnisse zu stützen, die innerhalb ihrer nationalen Grenzen produziert worden sind.“¹

b) Begriffliches. Der Begriff des **Insiderhandels**² wird – anders als die Begriffe des 2
Insiders und der Insiderinformation – selten definiert. Grundsätzlich gibt es zwei unterschiedliche Herangehensweisen. Man kann das Phänomen erstens „von der Person her“ definieren; dann ist Insiderhandel der Handel eines bestimmten als Insider bezeichneten Personenkreises, der typischerweise privilegierten Zugang zu kursrelevanten Informationen hat, vor allem also der Vorstands-, Aufsichtsratsmitglieder und unternehmerisch beteiligter Aktionäre. Man kann das Phänomen zweitens „von der Information her“ definieren und als Insiderhandel jeden Handel aufgrund einer kursrelevanten nicht öffentlich bekannten Information bezeichnen. Die MAR folgt dem zuletzt genannten Konzept (vgl. Art. 8 Abs. 1). Dieses Verständnis hat sich – trotz terminologischer Kritik³ – auch rechtsvergleichend durchgesetzt (→ Rn. 46 ff.). Der Sache nach geht es beim Insiderhandel stets um die **Ausnutzung einer Arbitragemöglichkeit**⁴ **aufgrund nicht öffentlich bekannter Informationen.**⁵

Vom Insiderhandel ist die Offenlegung von Insiderinformationen und die Verleitung 3
zum Insiderhandel bzw. Empfehlung abzugrenzen. Während der Täter beim Insiderhandel das Geschäft selbst tätigt, gibt er bei der Offenlegung lediglich die Insiderinformation weiter und vergrößert somit den Kreis potenzieller Insiderhändler. Bei der Verleitung und Empfehlung wird die Insiderinformation nicht weitergegeben, sondern es werden andere dazu veranlasst, sich so zu verhalten wie Insiderhändler. Sowohl die Offenlegung als auch die Verleitung werden im englischsprachigen Ausland zumeist unter dem Sammelbegriff des **Tipping** zusammengefasst;⁶ in Australien spricht man in Abgrenzung zum Handelsverbot von der *communicating prohibition* und *procuring prohibition*.⁷ Artt. 8 Abs. 2, 10 Abs. 1 sprechen von der unrechtmäßigen Offenlegung (*disclosure*) sowie Empfehlung (*recommendation*) oder Verleitung (*inducement*).

c) Historische Wurzeln. Insiderhandel – verstanden als Handel in Kenntnis einer 4
relevanten, nicht öffentlich bekannten Information – ist kein spezifisches Kapitalmarktphänomen und kommt vor, seitdem Menschen Handel treiben.⁸

Die historische Vorbildrolle einer kapitalmarktrechtlichen Insiderregulierung nimmt 5
das US-amerikanische Recht ein, das seit 1934 mit § 10(b) Securities Exchange Act über eine gesetzliche Grundlage und mit der SEC über eine Bundesbehörde verfügt, um Insiderhandel zu bekämpfen.⁹ Die **Geburtsstunde des modernen US-amerikanischen Insi-**

¹ *Zweigert/Kötz*, Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 13.

² In der deutschen Übersetzung der MAR wird der englische Begriff des *insider dealing* ebenso wie in der Marktmissbrauchs-RL als „Insidergeschäft“ übersetzt. In dieser Kommentierung wird gleichwohl der in der Praxis viel üblichere Begriff des Insiderhandels beibehalten.

³ *Choi/Pritchard*, Securities Regulation, 5th Ed. 2019, S. 412 f.; *Griffiths* in *Farrar/Watson, Company and Securities Law in New Zealand*, 2nd Ed. 2013, S. 1149.

⁴ Zum Begriff → Rn. 80.

⁵ In diesem Sinne EuGH v. 23.12.2009 – Rs. C-45/08, Slg. 2009, I-12073 Rn. 52 (Spector Photo Group): „(Die Insiderinformation) gestattet es nämlich diesem Insider, wenn er bei der Vornahme eines Geschäfts auf dem Markt in mit dieser Information übereinstimmender Weise handelt, daraus die Erzielung eines Vermögensvorteils zu erhoffen, ohne sich den gleichen Risiken wie die übrigen Marktteilnehmer auszusetzen.“ (Hervorhebung nur hier).

⁶ Für die USA s. statt aller *Bainbridge* in *Bainbridge* (ed.), *Research Handbook on Insider Trading*, 2013, S. 1, 6 f.; für Kanada etwa *Groia/Hardie*, *Securities Litigation and Enforcement*, 2nd Ed. 2012, S. 277.

⁷ *Ford/Austin/Ramsay*, *Principles of Corporations Law*, 17th Ed. 2018, S. 713; *Kendall/Walker* in *Bainbridge* (ed.), *Research Handbook on Insider Trading*, 2013, S. 365, 379.

⁸ Vgl. nur die aus der Rechtsgeschichte zusammengetragenen Klassiker des Vertragsschlusses unter asymmetrischen Informationen bei *Fleischer*, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, 2001, S. 11 ff. Zu Querverbindungen zwischen Vertrags- und Insiderrecht vgl. im Übrigen *Dalley*, 39 *Wm. & Mary L. Rev.* 1289, 1317 ff. (1998).

⁹ Einen weiter zurückreichenden Abriss über die Entstehungsgeschichte des Insiderrechts bietet *Hössl-Neumann*, *Informationsregulierung durch Insiderrecht*, 2020, S. 65 ff.

derrechts ist gleichwohl nicht das Jahr 1934, sondern das Jahr 1961, als die SEC in der Sache **In the Matter of Cady, Roberts & Co**¹⁰ entschied, dass Insiderhandel am anonymen Kapitalmarkt Rule 10b-5 verletze – die allgemeine Anti-Fraud-Regulierung, die die SEC im Jahre 1942 zur Konkretisierung von § 10(b) Securities Exchange Act erlassen hatte.¹¹ Die tragenden Gründe der Cady, Roberts-Entscheidung wurden im Jahre 1968 von dem Court of Appeals for the Second Circuit in der spektakulären Entscheidung **SEC v. Texas Gulf Sulphur**¹² bestätigt.

6 **Europa** ist im Hinblick auf das Insiderrecht ein Spätankömmling.¹³ Die Insider-RL stammt aus dem Jahre 1989 und wurde in Deutschland erst im Jahre 1994 umgesetzt. Sie wurde durch die Marktmissbrauchs-RL 2003 ersetzt. Die MAR wurde am 16.4.2014 erlassen und gilt in den wesentlichen Teilen seit dem 3.7.2016. Vor Umsetzung der Insider-RL verfügten zahlreiche europäische Staaten, ua Deutschland, höchstens über Selbstverpflichtungen oder andere private Regelwerke, die nicht wirksam durchgesetzt wurden. Zur Geschichte des europäischen und deutschen Insiderrechts → Art. 14 Rn. 20 ff.

7 **d) Überblick über die wichtigsten ausländischen Rechtsquellen. aa) Verbreitung.** Heute verfügen fast alle Länder mit einem entwickelten oder in der Entwicklung befindlichen Kapitalmarkt über ein Insiderrecht.¹⁴ Die grundsätzliche Struktur dieser Regeln ist im Wesentlichen gleich (ausführlich → Rn. 15 ff.). Erhebliche Unterschiede dürften jedoch in der Strenge und Effektivität der Durchsetzung dieser Vorschriften existieren¹⁵ – ein Phänomen, das freilich nicht auf das Insiderverbot beschränkt ist, sondern das gesamte Kapitalmarktrecht betrifft.¹⁶ Zu den empirischen Erkenntnissen über die Durchsetzung des Insiderverbots → Rn. 141 ff.

8 **bb) Vereinigte Staaten.** Die einzige Regelung des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, die sich spezifisch mit Insiderhandel befasst, ist § 16(b) Securities Exchange Act, der Insiderhandel allerdings nicht verbietet, sondern anordnet, dass Insider sog. *short swing profits* an den Emittenten herausgeben müssen (→ Rn. 18). Grundlagen des US-amerikanischen Insiderverbots sind § 10(b) Securities Exchange Act und die zur Konkretisierung dieser Norm erlassene **Rule 10b-5**. Beide Regeln wenden sich nicht spezifisch gegen Insiderhandel, sondern gegen jede Form von Betrug am Kapitalmarkt. Tatsächlich ist das Insiderrecht der USA daher weitgehend Fallrecht,¹⁷ dessen Inhalte im Jahre 2000 von der SEC in Rule 10b5-1 in der Form eines Restatement zusammengefasst worden sind. Ein spezielles Verbot der Nutzung von Insiderinformationen über bevorstehende Übernahmeangebote ergibt sich aus § 14(3) Securities Exchange Act und der unter dieser Norm erlassenen Rule 14e-3.¹⁸ Aktuell befindet sich mit dem Insider Trading Prohibition Act 2021 ein Gesetzesvorschlag im Senat, mit dem das Insiderrecht umfassend kodifiziert werden soll.¹⁹

¹⁰ 40 SEC 907 (1961).

¹¹ So auch die Darstellung der Entwicklung des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts in United States v. Chestman, 947 F.2d 551, 572 f. (2d Cir. 1991) (Winter, J.); vgl. ferner K.-P. Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, 1999, S. 51.

¹² 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1968).

¹³ Vgl. zur Bedeutung des Europarechts für das Kapitalmarktrecht in Deutschland auch Grundmann FS 25 Jahre WpHG, 2019, 5, demzufolge nahezu alle gewichtigen Fortentwicklungen des Kapitalmarktrechts in Deutschland ab 1989 ihren Ursprung im europäischen Recht haben.

¹⁴ Bhattacharya/Daouk, 57 J. Fin. 75 104 (2002): Ende 1998 verfügten alle der 22 untersuchten entwickelten Länder über ein Insiderverbot, ebenso 4/5 der Entwicklungsländer.

¹⁵ In der Studie von Bhattacharya/Daouk, 57 J. Fin. 75 (2002) gab es nur in einem Drittel der Länder überhaupt zumindest einen Fall von Insiderverfolgung, wobei die entwickelten Länder (82%) deutlich besser abschnitten als die Entwicklungsländer (25 %). Ein Durchsetzungsdefizit im Insiderrecht Neuseelands beklagen Walker/Simpson in Bainbridge (ed.), Research Handbook on Insider Trading, 2013, S. 386, 402 ff.

¹⁶ Dazu Jackson/Roe, 93 J. Fin. Econ. 207 (2009).

¹⁷ United States v. Chestman, 947 F.2d 551, 572 (2d Cir. 1991) (Winter, J.).

¹⁸ Die Kompetenz der SEC zum Erlass von Rule 14e-3 war durchaus umstritten [verneinend United States v. O'Hagan, 92 F.3d 612, 624 (8th Cir. 1996)], wurde aber vom US Supreme Court bestätigt, United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 645 (1997).

¹⁹ Kritisch dazu Bainbridge, 2021 U. Ill. L. Rev. Online 231 (2021).