

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 129

**Unionsrechtliche Vorgaben
für eine zivilrechtliche Haftung
bei Marktmissbrauch**

Von

Micha Cless



Duncker & Humblot · Berlin

MICHA CLESS

Unionsrechtliche Vorgaben für eine zivilrechtliche Haftung
bei Marktmissbrauch

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 129

Unionsrechtliche Vorgaben für eine zivilrechtliche Haftung bei Marktmissbrauch

Von

Micha Cless



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg
hat diese Arbeit im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D29

Alle Rechte vorbehalten

© 2018 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-15568-2 (Print)

ISBN 978-3-428-55568-0 (E-Book)

ISBN 978-3-428-85568-1 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

*Meinen Eltern
und meinem Bruder*

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels-, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg. Sie hat zwischen Einreichung und Drucklegung an mehreren Stellen Kürzungen, Ergänzungen und sonstige Änderungen erfahren. Die Arbeit ist auf dem Stand Mitte Mai 2018. Vereinzelt konnte auch danach veröffentlichte Literatur berücksichtigt werden.

Mein tief empfundener und herzlicher Dank gilt zuerst meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Klaus Ulrich Schmolke, LL.M. (NYU), der mich auf meinen Wegen stets engagiert und mit vielfältigen Anregungen und Ratschlägen begleitet und bereichert hat. Herrn Prof. Dr. Robert Freitag, Maître en droit (Bordeaux), danke ich nicht nur für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens, sondern auch für wertvolle fachliche Hinweise. Für die Aufnahme in die Schriftenreihe sei den Herren Professoren Holger Fleischer, Hanno Merkt und Gerald Spindler gedankt.

Weiter möchte ich meinen Freunden und Kollegen in Erlangen und Mannheim für ihre unermüdliche Unterstützung danken: Ausdrücklich genannt seien nur Milan Bayram, Dominik Meier, Konstantin Neubert, Dr. Ben Koslowski und Dr. Sebastian Feige. Viele ungenannt Bleibende wissen, dass sie nicht weniger mitbedacht sind.

Berlin, im August 2018

Micha Cless

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	15
I. Die Einführung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)	15
II. Gegenstand und Gang der Untersuchung	16
III. Einbettung der Arbeit in allgemeinere Entwicklungen und Diskussionen	19
1. <i>Funktionale Subjektivierung</i> – Unionsbürger als „Hüter des Unionsrechts“	19
2. Das Paradigma des <i>Private Enforcement</i>	20
a) Grundgedanke und Herkunft	20
b) Exkurs: <i>Private Enforcement</i> im deutschen Recht	21
3. Regulierungsprivatrecht aus Unions- und mitgliedstaatlicher Perspektive	22
B. Sanktionsregime des reformierten Marktmissbrauchsrechts	24
I. Öffentlich-rechtliche Sanktionsvorgaben der MAR	24
II. Strafrechtliche Sanktionsvorgaben der CRIM-MAD	25
III. Verhältnis beider Sanktionssysteme zueinander	27
IV. Reaktionen auf das Schweigen der MAR zur zivilrechtlichen Haftung	28
V. Deutsche Umsetzung durch Erstes und Zweites FiMaNoG	29
1. Aufgaben und Befugnisse der BaFin	29
2. Erweiterte und angepasste Bußgeldtatbestände	30
3. Erweiterte und angepasste Straftatbestände	31
4. Bewertung der deutschen Umsetzung	32
VI. Ergebnis	32
C. Schweigen des Gesetzgebers zur privaten Haftung – Sperrwirkung?	34
I. Problemaufriss	34
II. Allgemeiner negativer Satz?	35
III. Regelungslücke als Kriterium einer Sperrwirkung?	36
IV. Europaweit einheitliche Anwendung der MAR	37
V. Parallelen im angelsächsischen Rechtskreis	38
1. USA	38
2. Vereinigtes Königreich	40
VI. Ergebnis	40
D. Status quo privater Haftung für Marktmissbrauch in anderen EU-Mitgliedstaaten	42

E. Mitgliedstaatliche Pflicht zur zivilrechtlichen Haftungsbewehrung von MAR-Verstößen aufgrund des Effektivitätsgrundsatzes?	45
I. Objektive primärrechtskonkretisierende Vorgaben des EuGH zur Durchsetzung von Unionsrecht mittels Sanktionen	45
1. Verhältnismäßigkeit der Sanktion	47
2. „Abschreckende“ Sanktionen	48
3. Zivilrechtliche Haftung als Sanktion	49
4. Subsidiarität mitgliedstaatlicher Sanktionierungspflicht	49
5. Freiwilligkeit der Einführung zusätzlicher Rechtsbehelfe	50
6. Ergebnis	51
II. Subjektive Rechte als Voraussetzung zivilrechtlicher Haftung	51
III. Haftungspostulat aus Übertragung der <i>Courage</i> -Entscheidung des EuGH?	53
1. Sachverhalt	53
2. Modifikationen in der Folgerechtsprechung: Rs. <i>Manfredi</i>	54
3. Erste Lehren aus der Kartellschadensersatzrichtlinie für die MAR	55
4. Überlegungen zur Übertragbarkeit	56
a) (Abgeleitete) sachlich-gegenständliche Kompetenz des EuGH	57
b) Reichweite und Wesentlichkeit	58
c) Vergleich der Rechtsdurchsetzung	59
d) <i>Effet</i> -Argument	59
e) Bewertung des Entdeckungsarguments und die Lösung der MAR	61
aa) Vergleich mit der Anlageberatung	61
bb) Lösungsansatz der MAR	61
cc) Weitere Meldepflichten im EU-Kapitalmarktrecht	63
dd) Umsetzung in Deutschland	65
ee) Zwischenergebnis	66
f) Konvergenz der Sanktionierungsregime	66
g) Folgefragen	67
5. Ergebnis	68
IV. Haftungspostulat aus Übertragung der <i>Muñoz</i> -Entscheidung des EuGH?	68
1. Sachverhalt	68
2. Vergleich mit <i>Courage</i>	70
3. Überlegungen zur Übertragbarkeit	71
a) Reichweite und Wesentlichkeit	72
b) Vergleich der Rechtsdurchsetzung	72
c) <i>Effet</i> -Argument und subjektives Recht	73
d) Rechtsfolge und Pflichtinhalt	75
4. Ergebnis	75

V. Bewertung von <i>Courage</i> und <i>Muñoz</i> und Maßstabsbildung für die Auslegung der MAR	76
1. Keine direkte Übertragbarkeit	76
2. Dogmatik des subjektiven privaten Rechts?	76
3. Revision des <i>effet</i> -Gedankens als relatives Optimierungsgebot	77
4. Kritik der Rechtsverleihungspraxis des EuGH	80
5. Exkurs: Nachteile richterlicher Rechtsfortbildung	82
6. Vorschlag ausdrücklicher Kriterien für die Aufstellung eines Haftungspostulats	82
a) Keine abschließende unionsrechtliche Sanktionsordnung	84
b) Vereinbarkeit einer funktionalen Subjektivierung mit Konzept und Regelungszielen des Unionsgesetzgebers	84
c) Geeignetheit einer zivilrechtlichen Haftung zur Regelungszielerreichung	85
d) Erforderlichkeit: Unerwünschtes Durchsetzungsdefizit	85
VI. Vereinbarkeit einer funktionalen Subjektivierung mit Konzept und Regelungszielen des Unionsgesetzgebers	86
1. Wortlaut-Erwägungen	87
a) Erwägungsgründe	87
b) Art. 1 MAR als programmatischer Grundstein	88
c) Ergebnis	89
2. Systematische Erwägungen	89
a) Rechtsform-Argument	90
b) Regelungskonzept der MAR bei der Aktivierung Privater	91
c) Überprüfungsprärogative des Ordnungsgebers aus Art. 38 MAR	92
d) Rechtsaktübergreifender Vergleich	92
aa) Richtlinien	93
bb) Verordnungen	95
cc) Ergebnis	97
3. Historisch-genetische Erwägungen	98
4. Teleologische Erwägungen	99
a) Ökonomische Hintergründe der Verbotsnormen	99
aa) Manipulationsverbot	99
bb) Insiderhandelsverbot	100
b) Anlegerschutz	101
aa) Begriffliche Annäherung	102
(1) Offenheit des Begriffs „Anlegerschutz“	102
(2) Offenheit des Begriffs „Individualschutz“	103
bb) Anlegerschutz im Sinne der MAR	104
(1) Anlegerschutz als Regelungsziel der MAR	104
(2) Präzisierung des Anlegerschutzes im Rahmen von Art. 14 MAR	104
(3) Präzisierung des Anlegerschutzes im Rahmen von Art. 15 MAR	105

(4) Zwischenergebnis	106
(5) Erklärungsansatz: „Schadensdiffusion“ bei Individualschutz durch Haftung	106
cc) Gegenbeispiel eines klar intendierten Vermögensindividualschutzes	107
5. Gesamtergebnis der Auslegung der MAR	108
VII. Geeignetheit einer zivilrechtlichen Haftung	108
1. In Bezug zu nehmendes Regelungsziel	109
2. Empirischer Befund zum kapitalmarktrechtlichen <i>Enforcement</i>	109
3. (Mehr) Prävention durch private Haftung?	111
a) Theoretisches Für und Wider einer Abschreckungswirkung	111
b) Voraussetzungen der Geltendmachung privater Ansprüche	113
aa) Aufdeckbarkeit marktmissbräuchlichen Verhaltens für Private	113
(1) Bei Marktmanipulationen	114
(2) Bei Insiderhandel	116
(3) Zwischenergebnis	117
bb) Vorliegen eines (bestimmbaren) Schadens	117
(1) Bei Marktmanipulation	117
(2) Bei Insiderhandel	118
(3) Zwischenergebnis	121
cc) Keine gegenläufigen wirtschaftlichen Interessen	122
dd) Anlegerfreundliche Ausgestaltung der Haftungsvoraussetzungen	123
c) Ergebnis	124
4. Gefahr der Überabschreckung?	125
5. Haftung als Beitrag zum Meta-Ziel der Kapitalmarkteffizienz	126
6. <i>Spillover</i> -Effekte für die repressive Marktmissbrauchsbekämpfung	127
7. Zwischenergebnis	128
VIII. Erforderlichkeit: Durchsetzungsdefizit	128
1. Bedürfnis nach empirischer Überprüfung des Durchsetzungsdefizits	129
2. Definition und Maßstab des Durchsetzungsdefizits	132
3. Durchsetzungsdefizit vor der Reform des Marktmissbrauchsrechts	133
a) Einschätzung der Kommission	134
b) Stimmen in der Literatur	135
c) Ergebnisse empirischer Studien zum Durchsetzungsdefizit vor der MAR?	135
4. Zukünftige Durchsetzung der Art. 14, 15 MAR	140
a) Erkenntnisse aus der Umsetzung der MAD 2003	140
b) Weitere Plausibilisierung	141
c) Insbesondere: Abschreckung durch Kriminalisierung	143
aa) Empirische Erkenntnisse zur strafrechtlichen Abschreckung	143
bb) „Der kalkulierende Täter“	144

cc) Freiheitsstrafen	145
dd) Subjektive Einflussgrößen	146
ee) Expressive function of law	147
ff) Durchsetzung	147
d) Einschätzungsprärogative des EU-Gesetzgebers	148
5. Mildere Alternativen zum Haftungspostulat	149
6. Zwischenfazit	149
IX. Ergebnis	149
F. EU-Recht auf Schadensersatz?	151
I. Grundlinie der <i>Francovich</i> -Rechtsprechung	151
II. Zur Übertragbarkeit von <i>Francovich</i> auf Unionsrechtsverstöße durch Private	153
1. Schlussanträge zur Rs. <i>Banks</i>	153
2. Stimmen im Schrifttum	154
3. Bewertung	155
a) Proprium der Staatshaftung	155
b) Kompetenz des EuGH für ein EU-Recht auf Schadensersatz	156
c) Verknüpfung der Rechtsprechungslinien	157
4. Ergebnis	158
G. Konstitutionelle Überprüfung des Befunds	159
I. Recht des Geschädigten auf einen Schadensersatzanspruch?	159
1. Art. 47 GRCH	159
2. Zulässigkeit eines nur fragmentarischen Vermögensschutzes	160
II. Schadensersatzhaftung als rechtfertigungsbedürftiger Eingriff in die Sphäre des Schädigers	161
III. Ergebnis	162
H. Blick auf die deutsche Rechtslage und Äquivalenzgrundsatz	163
I. Zivilrechtliche Haftung nach deutscher Rechtslage	163
1. Haftung gemäß §§ 97, 98 WpHG	163
a) Erfassung verbotenen Insiderverhaltens	164
b) Erfassung marktmanipulativen Verhaltens	165
c) Zwischenergebnis	167
2. Haftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB	167
a) Marktmanipulationsverbot	168
aa) Vorläuferregelung des § 20a WpHG	168
bb) Neuregelung des Art. 15 MAR	169
b) Insiderverbot	171
3. Haftung gemäß § 826 BGB	172
4. Ergebnis	173

II. Haftungspostulat oder sonstige Vorgaben aus dem Äquivalenzgrundsatz? . . .	173
1. Äquivalenz	173
2. Relevanz für ein Haftungspostulat hinsichtlich der Art. 14, 15 MAR	175
III. Vorlage nach Art. 267 AEUV	176
J. Überlegungen <i>de lege ferenda</i>	178
I. Kompensation	178
1. Kompensation durch Haftung und Fairnessgedanke	178
2. Alternativer Ausgleichsmechanismus	179
II. Alternativen zur Marktmissbrauchsbekämpfung durch Haftung	180
1. Verstärkter Ausbau von Hinweisgebersystemen	180
2. Big Data	183
III. Ergebnis	185
K. Ausblick	186
L. Zusammenfassung der Ergebnisse	188
Literaturverzeichnis	193
Stichwortverzeichnis	215

A. Einleitung

I. Die Einführung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)

Die am 3.7.2016 in Kraft getretene Marktmissbrauchsverordnung (MAR)¹ und die sie flankierende Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD)² bedeuten eine wesentliche Zäsur auf dem Weg zu einer *Europäischen Kapitalmarktunion*³. Gemäß Art. 1 verfolgt die MAR das Ziel, einen gemeinsamen Rechtsrahmen für Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) zu errichten. Hiermit will sie die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherstellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte stärken. Bedenkt man, dass die Kommission etwa für das Jahr 2010 die durch marktmissbräuchliches Verhalten entstandenen Schäden EU-weit auf rund 13,3 Mrd. Euro geschätzt hatte, lässt sich die volkswirtschaftliche Relevanz der Thematik erahnen⁴.

Die MAR reiht sich in die allgemeine Tendenz ein, das Kapitalmarktrecht durch Verordnungen zu harmonisieren⁵. Die europaweite Finanzmarktkrise⁶ der letzten Jahre hat eine Vereinheitlichungstendenz ausgelöst, mit der eine Regulierungs- und Aufsichtsarbitrage zukünftig weitgehend verhindert werden soll⁷. Zwar lagen die Hauptursachen der Finanzkrise 2007/2008 nicht in einer epidemischen und un-

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 1–61.

² Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 179–189.

³ *Seibt/Wöllenschläger*, AG 2014, 593; zum Begriff: *Schneider*, AG 2012, 823; titelgebend in *Veil*, ZGR 2014, 544, 545. Vgl. Europäische Kommission v. 18.2.2015, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM (2015) 63 final. Dazu auch *Hopt*, EuZW 2015, 289 f.: „langwierig und schwierig, aber notwendig“; *Heuer/Schütt*, BKR 2016, 45.

⁴ Siehe Commission Staff Working Paper Impact Assessment, 20.10.2011, SEC (2011) 1217 final, S. 16 f., 200. Dazu näher *McVea*, in: Moloney/Ferran/Payne, The Oxford Handbook of Financial Regulation, 2015, S. 631, 638.

⁵ *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315 f.; *Veil*, ZGR 2014, 544, 545.

⁶ Aktuell zur Aufarbeitung *Binder*, ZGR 2016, 299.

⁷ *Veil*, ZGR 2014, 544, 545.

sanktionierten Verbreitung marktmisbräuchlicher Verhaltensweisen⁸. Gleichwohl weist eine Studie aus dem Jahr 2012 darauf hin, dass insbesondere der Auftakt der Finanzkrise im November 2007 teils von massiven „bear raids“, also Marktmanipulationen, begleitet wurde⁹. Insoweit handelt es sich auch bei der MAR um *kriseninduzierte* Gesetzgebung mit typischen Folgegefahren¹⁰.

II. Gegenstand und Gang der Untersuchung

Laut bisheriger BGH-Rechtsprechung löst marktmisbräuchliches Verhalten keine Schutzgesetzhaftung nach § 823 Abs. 2 BGB aus¹¹. Die MAR gibt Anlass, die zivilrechtliche Haftung erneut zu überprüfen – und zwar aus einer spezifisch unionsrechtlichen Perspektive. Dabei tut sich ein breites Spektrum an Meinungen auf¹²: So gehen einige Stimmen davon aus, die Mitgliedstaaten seien bereits *de lege lata* unionsrechtlich *verpflichtet*, Marktmisbrauch mit zivilrechtlicher Haftung zu bewahren¹³. Teils wird damit gerechnet, der EuGH werde einer privaten Normdurchsetzung wie im Kartellrecht zum Durchbruch verhelfen¹⁴. Manche Stimmen melden immerhin Zweifel an, ob der derzeitige Verzicht auf eine Haftung über § 823 Abs. 2 BGB noch haltbar sei¹⁵ und sehen den Gesetzgeber in einer Klarstellungspflicht¹⁶.

⁸ Die Hauptursache ist wohl im fatalen Zusammenspiel politisch induzierter Ausweitung der Kreditvergabe am US-amerikanischen Immobilienmarkt sowie weitergereichten Ausfallrisiken durch Verbriefungen zu sehen, deren Ratings ihre mangelnde Bonität nicht erkennen ließen. Vgl. dazu etwa *Spremann/Gantenbein*, Finanzmärkte, 4. Aufl. 2017, S. 266 ff.; ferner *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 12th ed. 2017, S. 343 f., 374 f.; prägnant auch *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 9. Aufl. 2015, S. 242 ff.

⁹ *Misra/Lagi/Bar-Yam*, Evidence of market manipulation in the financial crisis, December 13, 2011 (Addendum: January 4, 2012), abrufbar unter: <https://arxiv.org/abs/1112.3095>.

¹⁰ Vgl. *Binder*, in: Casper/Klöhn/Roth/Schmies, FS Köndgen, 2016, S. 65, 70 f. m.w.N.: „vielfach nur symbolische Regulierung und Systembrüche“; s. grundlegend zu diesem Phänomen *Romano*, 43 Hofstra L. Rev. 25 (2014).

¹¹ Siehe dazu näher unter H.I.2.

¹² Einen Überblick über das Meinungsspektrum gibt *Schmolke*, NZG 2016, 721, 724.

¹³ *Hellgardt*, AG 2012, 154 ff.; *Tountopoulos*, ECFR 2014, 297 ff.; *Poelzig*, ZGR 2015, 801 ff.; *Schockenhoff/Culman*, AG 2016, 517, 520; *Beneke/Thelen*, BKR 2017, 12 ff. für Art. 14 MAR; *Rau*, BKR 2017, 57, 61 f. für die Referenzwertmanipulation; *Wahner*, Zivilrechtlicher Anlegerschutz in der Marktmisbrauchsverordnung, 2017, S. 171 ff.

¹⁴ Vgl. *Zetzsche/Eckner*, in: Gebauer/Teichmann, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, 2016, § 7 A Rn. 154.

¹⁵ So etwa jüngst *Roth*, GWR 2016, 291; vgl. auch *Fleischer*, in: Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 20a Rn. 154b; *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 368; s. auch *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, 2016, § 7 C Rn. 84. In diese Richtung aber ohne klare Positionierung *Grundmann*, in: Staub HGB, Bd. 11/1, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rn. 437; offenlassend *Wolf/Wink*, in: Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmisbrauchsrecht, 2018, § 31 Rn. 61 ff., 85 ff. bzgl. Marktmanipulation sowie § 31 Rn. 76 ff. bzgl. Insiderhandel.

¹⁶ Vgl. *Roth*, GWR 2016, 291.

Nach wiederum anderer Ansicht verbleibt die zivilrechtliche Haftung weiterhin im freien Ermessen der Mitgliedstaaten¹⁷.

Die Lösung muss zunächst an der MAR selbst ansetzen. Diese verpflichtet die Mitgliedstaaten in Art. 30 ff. ausdrücklich, ein verwaltungsrechtliches Aufsichts- und Sanktionssystem einzurichten. Daneben hält die CRIM-MAD die Mitgliedstaaten zur Strafbewehrung bestimmter MAR-Verletzungen an. Zu einer zivilrechtlichen Haftung schweigen beide Rechtsakte. Die Arbeit prüft schwerpunktmäßig, ob Unionsrecht – vor allem in Gestalt des in Art. 4 Abs. 3 EUV verankerten Effektivitätsgrundsatzes – eine solche Haftung für eine Verletzung der MAR verlangt. Hierbei konzentriert sie sich auf die zentralen Marktverhaltensnormen des Art. 14 (Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen) sowie Art. 15 (Verbot der Marktmanipulation).

Nach einer kurzen Einbettung der Arbeit in den Kontext allgemeinerer Entwicklungen und Diskussionen (A.III.) wird das vom Unionsgesetzgeber ausdrücklich vorgesehene Sanktionsregime überblicksartig skizziert (Kapitel B.). Ob dem Schweigen des Ordnungsgebers eine Sperrwirkung für nationale Haftungsregelungen beizumessen ist, geht Kapitel C. nach. Im Anschluss wirft Kapitel D. einen kurzen Blick auf die Rechtslage in einigen EU-Mitgliedstaaten.

Kapitel E. widmet sich der Frage, ob der Effektivitätsgrundsatz in den Ausprägungen, die er in der Rechtsprechung des EuGH gefunden hat, von den Mitgliedstaaten verlangt, eine zivilrechtliche Haftung einzurichten („Haftungspostulat“). Hierzu beleuchtet E.I. zunächst, wie Mitgliedstaaten die Verletzung von Unionsrecht generell sanktionieren müssen (u. a. wirksam, verhältnismäßig und abschreckend) und inwieweit dies für die Sanktionsbewehrung der MAR relevant ist. In dieser aus einem strafrechtlichen Kontext stammenden Vorgabe kann man eine objektiv-wirksamkeitsbezogene Dimension des Effektivitätsgrundsatzes¹⁸ erkennen, weil den Mitgliedstaaten überlassen bleibt, mit welchen rechtlichen Mechanismen sie die ausreichende Durchsetzung erreichen.

Der EuGH treibt die Unionsrechtsdurchsetzung bekanntlich aber zugleich immer wieder speziell durch die Verleihung subjektiver Rechte voran (funktionale Subjektivierung). Dem Effektivitätsgrundsatz kann insoweit eine subjektivrechtliche Dimension abgewonnen werden¹⁹ (dazu ab E.II.). Hier stellt sich die Frage, ob sich die zentralen Entscheidungen des EuGH in den Rechtssachen *Courage* aus dem

¹⁷ So beispielsweise *Teigelack/Dolff*, BB 2016, 387, 393; ebenfalls zurückhaltend *Schmolke*, NZG 2016, 721, 728; *ders.*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Art. 15 Rn. 99. Im Ergebnis auch *Veil*, ZGR 2016, 305, 323; *Wagner*, in: Münchener Kommentar BGB, 7. Aufl. 2017, § 823 BGB Rn. 509 f.

¹⁸ s. hierzu *Ebers*, Rechte, Rechtsbehelfe und Sanktionen im Unionsprivatrecht, 2016, S. 251 ff.

¹⁹ s. hierzu *Ebers*, Rechte, Rechtsbehelfe und Sanktionen im Unionsprivatrecht, 2016, S. 251 ff.