

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

---

**Band 195**

# **Wissen und Ad-Hoc-Publizität**

**Von**

**Grigory Bekritsky**



**Duncker & Humblot · Berlin**

GRIGORY BEKRITSKY

## Wissen und Ad-Hoc-Publizität

# 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 195

# Wissen und Ad-Hoc-Publizität

Von

Grigory Bekritsky



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät  
der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn  
hat diese Arbeit im Jahr 2021 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.

D 5

Alle Rechte vorbehalten  
© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-18449-1 (Print)  
ISBN 978-3-428-58449-9 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

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

## *Meinen Eltern*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn im Wintersemester 2020/21 als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 26. April 2021 statt. Soweit möglich sind die Rechtsprechung und das Schrifttum bis August 2021 berücksichtigt worden.

Bedanken möchte ich mich vor allem bei Herrn Professor Dr. Jens Koch, der als mein akademischer Lehrer die Arbeit umfassend gefördert hat. Als Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl hatte ich stets die Möglichkeit, mich juristisch und persönlich weiterzuentwickeln. Diese prägende Zeit werde ich in schöner Erinnerung behalten.

Herrn Professor Dr. Daniel Zimmer, LL.M. (UCLA) danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Mein ganz herzlicher Dank gilt auch Herrn PD Dr. Rafael Harnos und Herrn Dr. Philipp Maximilian Holle, die die Arbeit durch zahlreiche Diskussionen maßgeblich beeinflusst und das Manuskript kritisch durchgesehen haben. Maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit haben zudem Herr Dr. Florian Krauss und Herr Maximilian Schulze, LL.M. (Berkeley) beigetragen, die das Manuskript gründlich Korrektur gelesen haben.

Ebenso bedanke ich mich bei der Rechtsanwaltskanzlei Loschelder und der Studienstiftung des deutschen Volkes, die die Arbeit jeweils nacheinander durch ein Promotionsstipendium förderten. Ich danke auch dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft für die Gewährung des großzügigen Druckkostenzuschusses.

Der größte Dank gilt meinen Eltern, die mich während des Studiums sowie bei der Anfertigung dieser Arbeit kräftig unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Bonn, im August 2021

*Grigory Bekritsky*





# Inhaltsübersicht

## *Erster Teil*

<b>Einführung</b>	29
§ 1 Problemaufriss	29
§ 2 Meinungsstand und praktische Unterschiede	34
A. Kenntnis des Emittenten als pflichtenbegründendes Tatbestandsmerkmal	34
B. Kenntnisunabhängigkeit der Ad-Hoc-Publizität	40
C. Verlagerung auf nationale Ebene	44
§ 3 Vergleich und praktische Implikationen	45
A. Omnipräsenz der „Wissenszurechnung“ als „Wissensorganisation“	45
B. Unterschiede zwischen den Auffassungen	47
C. Konzernbetrachtung	49

## *Zweiter Teil*

<b>Informationspflichten und Verhaltenssteuerung</b>	51
§ 4 Informationelle Regulierung des Kapitalmarkts	51
A. Überblick	51
B. Ziele einer Veröffentlichung von Insiderinformationen und ihre Grenzen	53
C. Erfordernis einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR	77
§ 5 Rechtsfolgenbetrachtung	95
A. Ziel der Untersuchung	95
B. Aufsichtsrechtliche Verwaltungsmaßnahmen nach Art. 30 Abs. 2 MAR	96
C. Zivilrechtliche Folgen	109
D. Zwischenergebnis	124

## *Dritter Teil*

<b>Wissen und Wissensorganisation im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR</b>	126
§ 6 Gegenstand des Wissens	126
A. Ziel der Untersuchung	126
B. Eigenschaften des Wissensbegriffs	127
C. Konsequenzen für den Umgang mit dem Wissensbegriff	140
D. Verhältnis von Wissen, Verhalten und Zurechnung	157
E. Besonderheiten bei juristischen Personen	163
F. Zwischenergebnis	171

§ 7 Ad-Hoc-Publizität und nationale Vorschriften .....	172
A. Grundsätzliche Bedenken im Zusammenhang mit dem Wissenserfordernis ....	172
B. Verständnis des nationalen Gesetzgebers .....	178
C. Zwischenergebnis .....	183
§ 8 Das Wissenserfordernis als Tatbestandsmerkmal des Art. 17 Abs. 1 MAR .....	183
A. Untersuchungsgegenstand .....	183
B. Verhältnis von „Bekanntgabe“ und Wissen in der MAR .....	184
C. Gesetzgeberischer und behördlicher Assoziationshaushalt .....	195
D. Verhältnis zu der „Unverzüglichkeit“ .....	202
E. Verhältnis zur „unmittelbaren Betroffenheit“ .....	219
F. Übergeordnete Grundsätze .....	227
G. Entstehungsgeschichte: Gefahr der „selektiven Weitergabe“ .....	242
H. Zwischenergebnis .....	245
§ 9 Keine Anwendung von Wissensorganisationspflichten .....	246
A. Einordnung .....	246
B. Aussagegehalt der Erwägungen zum Wissenserfordernis .....	247
C. Entstehungskontext .....	248
D. Fehlende Übertragbarkeit der Begründungsmuster .....	252
E. Konkrete Anwendung von Wissensorganisationsanforderungen .....	257
F. Zwischenergebnis .....	265

#### *Vierter Teil*

<b>Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR</b>	<b>267</b>
§ 10 Maßstäbe der Wissenszurechnung .....	267
A. Einordnung .....	267
B. Aussagegehalt der Erwägungen zur Wissensorganisation .....	267
C. Der Emittent als Zuordnungsobjekt der Ad-Hoc-Publizität .....	268
D. Von der Zurechnungsregel zur Tatbestandsauslegung .....	270
E. Das <i>Respondeat-Superior-Prinzip</i> des Art. 101 AEUV .....	279
F. Kontextabhängige Auslegung bei kenntnisabhängiger <i>Primary Liability</i> .....	285
G. Die Wissenszurechnung nach Art. 9 Abs. 1 MAR .....	294
H. Zwischenergebnis .....	297
§ 11 Relevante Personen im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR .....	299
A. Anknüpfung an verantwortliche Personen .....	299
B. Folgen für die Wissenszurechnung .....	316
C. Kenntnis der Einzelpersonen oder des gesamten Gremiums .....	335
D. Risikoordnung .....	346
§ 12 Schranken der Wissenszurechnung .....	350
A. Rechtliche Unmöglichkeit und deren unionsrechtliche Verankerung .....	350
B. Verschwiegenheitspflichten .....	352
C. Individualschutz .....	357
D. Zwischenergebnis .....	371

*Fünfter Teil*

<b>Schluss</b>	372
§ 13 Stringenz in der Konzernbetrachtung	372
A. Ausgangspunkt: Juristische Person als Normadressat	372
B. Nur Mutter- oder Tochtergesellschaft als Emittent	373
C. Sowohl Mutter- als auch Tochtergesellschaft als Emittenten	376
D. Zwischenergebnis	378
§ 14 Zusammenfassung in Thesen	378
<b>Literaturverzeichnis</b>	385
<b>Sachverzeichnis</b>	411



# Inhaltsverzeichnis

## *Erster Teil*

<b>Einführung</b>	29
§ 1 Problemaufriss	29
§ 2 Meinungsstand und praktische Unterschiede	34
A. Kenntnis des Emittenten als pflichtenbegründendes Tatbestandsmerkmal	34
I. Tatbestandliche Verankerung	34
II. Wissenszurechnung	37
B. Kenntnisunabhängigkeit der Ad-Hoc-Publizität	40
I. Objektiver Ansatz	40
II. Wissenmüssen bzw. (grob) fahrlässige Unkenntnis	43
C. Verlagerung auf nationale Ebene	44
§ 3 Vergleich und praktische Implikationen	45
A. Omnipräsenz der „Wissenszurechnung“ als „Wissensorganisation“	45
B. Unterschiede zwischen den Auffassungen	47
C. Konzernbetrachtung	49

## *Zweiter Teil*

<b>Informationspflichten und Verhaltenssteuerung</b>	51
§ 4 Informationelle Regulierung des Kapitalmarkts	51
A. Überblick	51
B. Ziele einer Veröffentlichung von Insiderinformationen und ihre Grenzen	53
I. Effizienter Kapitalmarkt	53
1. Informations- und Allokationseffizienz	53
2. Operationelle und institutionelle Effizienz	54
3. Kostenminimierung und Floodgates Argument	56
4. Tatsächlicher Aufwand und Opportunitätskosten	58
5. Haftungsrisiken und Rechtsunsicherheit	61
6. Geheimhaltungsinteressen	64
II. Anlegerschutz	65
1. Bedeutung und Verankerung in der MAR	65

2. Anlegerschutz als Marktvertrauensschutz .....	66
3. <i>Information Overload</i> und Substitutionseffekt .....	69
III. Reduktion von Agenturkosten .....	71
1. Begriff .....	71
2. Keine Verankerung in der MAR .....	72
3. Fehlende Erforderlichkeit der Informationssuche und -organisation ....	73
4. Doppelrolle der Anleger .....	75
IV. Zwischenergebnis .....	77
C. Erfordernis einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR ....	77
I. Ziel und Eingrenzung der Untersuchung .....	77
II. Die Information als öffentliches Gut und positive Externalität .....	78
1. Bedeutung .....	78
2. Im Ausgangspunkt fehlender Anreiz zur Veröffentlichung .....	80
3. Keine direkte Übertragung auf Informationsbeschaffung und -organisa- tion .....	81
4. Mittelbare Wirkung bei bestehender Veröffentlichungspflicht .....	82
5. Unterschiedliche Anreizstruktur .....	83
6. Aufleben des redundanten Aufwands .....	86
7. Risikozyordnungskriterien als Lösung für redundanten Aufwand .....	87
III. Prinzipal-Agenten-Probleme .....	88
1. Kein Interessengleichlauf zwischen Emittent und Management .....	88
2. Rechtfertigung für Veröffentlichungspflicht .....	89
3. Keine Übertragung auf Informationssuche und -organisation .....	90
IV. Standardisierung .....	93
V. Zwischenergebnis .....	94
§ 5 Rechtsfolgenbetrachtung .....	95
A. Ziel der Untersuchung .....	95
B. Aufsichtsrechtliche Verwaltungsmaßnahmen nach Art. 30 Abs. 2 MAR .....	96
I. Systematik und Differenzierungen .....	96
II. Nicht-finanzielle Sanktionen und Maßnahmen .....	98
III. Finanzielle Sanktionen .....	99
IV. Kein unionsrechtlich gefordertes Verschulden .....	102
V. Folgerungen für die Tatbestandsseite .....	106
1. Ressourceneinsatz des Emittenten .....	106
2. Rechtsunsicherheit .....	107
3. Betroffenheit der Anleger .....	108
4. Keine wesentlichen Unterschiede bei persönlicher Verantwortung ....	109
C. Zivilrechtliche Folgen .....	109
I. Ausgangspunkt .....	109
II. Abgrenzung zur nationalen Schutzgesetzthematik .....	111

III. Funktionale Subjektivierung .....	112
IV. EuGH-Rechtsprechung in <i>Courage</i> und <i>Muñoz</i> .....	114
V. Art. 17 MAR als „grundlegende Bestimmung“ .....	117
VI. Sekundärrechtliche Gesetzgebungsbestrebungen nach <i>Muñoz</i> und <i>Courage</i> .....	119
VII. Folgerungen für die Tatbestandsseite .....	121
1. Erhöhte Haftungsrisiken für Emittenten .....	121
2. „Pocket Shifting“ .....	122
3. Verschiebung der Klagebefugnis .....	123
D. Zwischenergebnis .....	124

### *Dritter Teil*

<b>Wissen und Wissensorganisation im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR</b> .....	<b>126</b>
§ 6 Gegenstand des Wissens .....	126
A. Ziel der Untersuchung .....	126
B. Eigenschaften des Wissensbegriffs .....	127
I. Die Funktionalität des Wissensbegriffs .....	127
1. Keine allgemeine Wissensdefinition .....	127
2. Grundbegriffe zur kontextabhängigen Ausformung .....	128
II. Die Relativität des Wissensbegriffs .....	131
1. Betrachtung natürlicher Personen .....	131
2. Betrachtung juristischer Personen .....	133
III. Normativität des Wissensbegriffs .....	135
1. Auslegung anhand normativer Vorgaben .....	135
2. Maßgeblichkeit des Zwecks eines Wissenserfordernisses .....	137
C. Konsequenzen für den Umgang mit dem Wissensbegriff .....	140
I. Wissen und Wissenmüssen .....	140
1. Begriffliche Unterscheidung durch den Gesetzgeber .....	140
2. Sorgfaltsmaßstab beim Wissenmüssen .....	143
3. Rolle des „Blind-Eye-Knowledge“ .....	144
4. Verhältnis zwischen Wissenmüssen und Wissenkönnen .....	145
II. Verhältnis zwischen Wissen, anderen subjektiven Elementen und Fahrlässigkeit .....	146
1. Überblick .....	146
2. <i>Mens rea</i> .....	147
3. Art. 30 IStGH-Statut .....	148
4. <i>Negligence</i> .....	150
5. „Eventualwissen“ .....	153



III. Rechts- und Tatsachenkenntnis .....	154
1. Bedeutung .....	154
2. Folgen für die Interpretation des IKB-Urteils .....	155
D. Verhältnis von Wissen, Verhalten und Zurechnung .....	157
I. Wissen und Verhalten als Bezugspunkte der Zurechnung .....	157
II. Wissenszurechnung als globales Phänomen .....	158
III. Wissensorganisationspflichten als Rechtsfortbildung .....	160
E. Besonderheiten bei juristischen Personen .....	163
I. Überblick .....	163
II. „Aktenwissen“ .....	163
1. Bedeutung .....	163
2. Rechtliche Einordnung .....	163
3. Erwägungen für die praktische Handhabung .....	165
III. Vergessene Umstände aktueller Mitarbeiter .....	167
IV. Wissen ehemaliger Mitarbeiter .....	168
V. Teilwissen aktueller Mitarbeiter .....	170
F. Zwischenergebnis .....	171
§ 7 Ad-Hoc-Publizität und nationale Vorschriften .....	172
A. Grundsätzliche Bedenken im Zusammenhang mit dem Wissenserfordernis ....	172
I. Beschränkter Bedeutungsgehalt für die Auslegung von Unionsrecht ....	172
II. Unterschiedliche Verschuldensmaßstäbe nationaler Vorschriften .....	173
III. Keine gespaltene Auslegung unionaler Vorschriften .....	174
IV. Unterscheidung zwischen Pflichtverletzung und Verschulden .....	175
B. Verständnis des nationalen Gesetzgebers .....	178
I. „Mitteilung“ .....	178
II. „Zögern“ .....	179
III. Aussagegehalt des § 97 Abs. 3 WpHG .....	180
IV. Keine Modalitätenäquivalenz zwischen § 97 und § 98 WpHG .....	181
C. Zwischenergebnis .....	183
§ 8 Das Wissenserfordernis als Tatbestandsmerkmal des Art. 17 Abs. 1 MAR .....	183
A. Untersuchungsgegenstand .....	183
B. Verhältnis von „Bekanntgabe“ und Wissen in der MAR .....	184
I. Die „Bekanntgabe“ im Rahmen der Offenlegungsvorschriften .....	184
1. Ambivalenz des allgemeinen Sprachgebrauchs .....	184
2. Begriffliche Unterschiede im Normtext .....	186
3. Veröffentlichung von <i>Director's Dealings</i> nach Art. 19 Abs. 3 MAR ...	187
4. Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 7 MAR .....	188
5. Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR .....	189

6. Schlussfolgerungen aus der Gegenüberstellung der Veröffentlichungs-	
pflichten .....	190
II. Verhältnis zu den Insiderregelungen der Art. 8 MAR und Art. 10 MAR ...	191
1. Keine Offenlegungsvorschriften .....	191
2. Die einzelnen Verhaltensweisen der Art. 8 und Art. 10 MAR .....	192
a) Insiderhandelsverbot nach Art. 8 MAR .....	192
b) Offenlegungsverbot nach Art. 10 MAR .....	192
C. Gesetzgeberischer und behördlicher Assoziationshaushalt .....	195
I. Beispiele für Insiderinformationen .....	195
1. Erwägungsgründe Nr. 17 und Nr. 50 der MAR .....	195
2. Beispiele in den behördlichen Erläuterungen .....	197
II. Aussagegehalt der Beispiele .....	198
III. Konkrete Formulierung der Beispiele .....	199
IV. Unternehmensinterne Organisation .....	201
D. Verhältnis zu der „Unverzüglichkeit“ .....	202
I. Systematischer Abgleich .....	202
1. Bestandsaufnahme .....	202
2. Keine Systematisierung anhand von Unterschieden .....	204
3. Systematisierung anhand von Gemeinsamkeiten .....	204
II. „Unverzüglichkeit“ im Rahmen anderer Vorschriften der MAR .....	206
1. Unverzügliche Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 7 MAR .....	206
2. Unverzüglichkeit im Rahmen des Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR .....	207
3. Unverzüglichkeit im Rahmen des Art. 17 Abs. 8 MAR .....	208
III. Bedeutung der „Unverzüglichkeit“ im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR .....	209
1. Autonomer Begriff des Unionsrechts .....	209
2. Keine Ausweitung auf ein Wissenmüssen .....	212
3. Keine Ausweitung auf ein Wissenkönnen .....	214
IV. Aussagen der BaFin zur Unverzüglichkeit .....	216
E. Verhältnis zur „unmittelbaren Betroffenheit“ .....	219
I. Binnensystematischer Regelungsvergleich .....	219
1. Kenntniserfordernis trotz „unmittelbarer Betroffenheit“ .....	219
2. Kontext der jeweiligen Vorschriften .....	220
3. Begrenzung durch „awareness“ .....	221
II. Risikozuordnung .....	223
1. Aussagegehalt des <i>Cheapest Cost Information Seeker</i> .....	223
2. Anleger als <i>Superior Risk Bearer</i> .....	224
3. Vermeidung redundanten Aufwands .....	225
III. Aussagen des CESR zur „unmittelbaren Betroffenheit“ .....	226

F. Übergeordnete Grundsätze	227
I. <i>Ultra posse nemo obligatur</i>	227
1. Maßgeblichkeit des Zeitpunkts der Pflichtenentstehung	227
2. EuGH in Sachen <i>DSV Road</i>	228
3. Übertragung auf Art. 17 Abs. 1 MAR	231
II. Verfassungsrechtliche Sanktionsvorgaben nach Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK	232
1. Bestimmtheitsgrundsatz	232
2. Analogieverbot	234
III. Grundsatz des <i>Effet Utile</i>	237
1. Zum Grundsatz des <i>Effet Utile</i> „im engeren Sinne“	237
2. Zum Grundsatz des <i>Effet Utile</i> „im weiteren Sinne“	239
G. Entstehungsgeschichte: Gefahr der „selektiven Weitergabe“	242
I. Die Ad-Hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsrichtlinie	242
II. Fortgeltung bei der Marktmissbrauchsverordnung	244
H. Zwischenergebnis	245
§ 9 Keine Anwendung von Wissensorganisationspflichten	246
A. Einordnung	246
B. Aussagegehalt der Erwägungen zum Wissenserfordernis	247
C. Entstehungskontext	248
I. Die Leitentscheidungen	248
II. Rechtsgeschäftlicher Kontext	249
III. Rechtfertigungsbedürftige Erweiterungstendenzen	251
D. Fehlende Übertragbarkeit der Begründungsmuster	252
I. Vertrauens- und Verkehrsschutz	252
II. Prinzip der Risikozuweisung	253
III. Gleichstellungsargument und Einheit der juristischen Person	255
E. Konkrete Anwendung von Wissensorganisationsanforderungen	257
I. Anlassbezogene Wissensorganisation	257
II. Feststellung einer potentiell veröffentlichungspflichtigen Information	260
III. Insbesondere keine Ausweitung durch Compliance-Schulungen	262
F. Zwischenergebnis	265

#### Vierter Teil

### Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR 267

§ 10 Maßstäbe der Wissenszurechnung	267
A. Einordnung	267
B. Aussagegehalt der Erwägungen zur Wissensorganisation	267

C. Der Emittent als Zuordnungsobjekt der Ad-Hoc-Publizität .....	268
D. Von der Zurechnungsregel zur Tatbestandsauslegung .....	270
I. Kein Gleichlauf zwischen Wissenszurechnung und Gesellschaftsrecht ....	270
II. Wissen und Wissenszurechnung als funktionales Wissen .....	271
III. Methodische Anknüpfungspunkte .....	273
IV. Unionsrechtliche Implikationen .....	276
E. Das <i>Respondeat-Superior-Prinzip</i> des Art. 101 AEUV .....	279
I. Zweck der Untersuchung .....	279
II. Auslegung des „Unternehmens“ als Ausgangspunkt .....	280
III. Gedanke des <i>Respondeat Superior</i> .....	281
IV. Keine Anwendung bei Wissensnormen .....	283
F. Kontextabhängige Auslegung bei kenntnisabhängiger <i>Primary Liability</i> .....	285
I. Ausschließlich <i>Primary Liability</i> nach Art. 17 Abs. 1 MAR .....	285
II. „Directing mind and will“ .....	290
III. Ausschließlich funktionale Betrachtung des „Directing mind and will“ ...	291
G. Die Wissenszurechnung nach Art. 9 Abs. 1 MAR .....	294
I. Anwendungsfeld .....	294
II. Regelungsgehalt .....	294
III. Bestätigung des hergeleiteten Prüfungskonzepts .....	296
H. Zwischenergebnis .....	297
§ 11 Relevante Personen im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR .....	299
A. Anknüpfung an verantwortliche Personen .....	299
I. Aussagegehalt des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR .....	299
1. Führungspersonen und andere verantwortliche Mitarbeiter .....	299
2. Keine Anwendung des Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR .....	300
3. Vorgaben zum Grad der Verantwortung .....	303
II. Bezugspunkte der Verantwortung .....	304
1. Ausgangspunkt .....	304
2. „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 MAR ...	305
a) Begriffliche Reichweite .....	305
b) <i>Ultra-Posse</i> -Grundsatz .....	307
3. „Aufschieben“ der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR .....	308
a) Begriffliche Reichweite .....	308
b) Verhältnis zwischen „Bekanntgabe“ und „Aufschub“ .....	309
c) Schutzzwecküberlegungen .....	311
d) Wahrnehmung der Selbstbefreiungsmöglichkeit .....	313
e) Zwischenschritte .....	314
B. Folgen für die Wissenszurechnung .....	316
I. Kenntnis der Führungspersonen .....	316

II. Kenntnis von Mitarbeitern nachgeordneter Hierarchieebenen .....	317
1. Keine Wissenszurechnung kraft originärer Verantwortung .....	317
2. Wissenszurechnung kraft abgeleiteter Verantwortung .....	319
III. Spezialfall: Kenntnis der Aufsichtsratsmitglieder .....	321
1. Ausgangspunkt .....	321
2. Erwartungshaltung des Ordnungsgebers hinsichtlich aufsichtsratsspezifischer Insiderinformationen .....	323
3. Keine Zuständigkeit für die „Bekanntgabe“ .....	325
a) Standardisierungsgedanke .....	325
b) Ausschöpfung der Selbstbefreiungsmöglichkeit des Emittenten .....	326
4. Beschränkte Zuständigkeit für den Selbstbefreiungsbeschluss nach Art. 17 Abs. 4 MAR .....	327
a) Irrelevanz des Standardisierungsgedankens .....	327
b) Insiderrechtliche Würdigung aufsichtsratsspezifischer Zwischenschritte .....	327
c) Vergleichbarkeit des Verantwortungsgrades .....	329
IV. Aussage der BaFin zur unternehmensinternen Organisation .....	331
V. Ausblick: Monistische Emittenten mit funktional dualistischer Struktur .....	332
VI. Zwischenergebnis .....	334
C. Kenntnis der Einzelpersonen oder des gesamten Gremiums .....	335
I. Problemstellung .....	335
II. Die Führungsebene und ihre Mitglieder .....	336
1. Ausgangspunkt .....	336
2. Keine Rückschlüsse aus Art. 19 Abs. 1 MAR .....	337
3. Verantwortung einer einzelnen Führungskraft .....	338
4. Erst-Recht-Schluss zur vertikalen Delegation auf nachgeordnete Mitarbeiter .....	340
III. Ad-Hoc-Gremien und der Aufsichtsrat .....	341
1. Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu Führungspersonen .....	341
2. Einzelwissen beim Ad-Hoc-Gremium .....	342
3. Gesamtwissen beim Aufsichtsrat .....	343
IV. Zwischenergebnis .....	345
D. Risikoordnung .....	346
I. <i>Cheapest Cost Avoider</i> .....	346
II. <i>Superior Risk Bearer</i> .....	348
III. Zwischenergebnis .....	350
§ 12 Schranken der Wissenszurechnung .....	350
A. Rechtliche Unmöglichkeit und deren unionsrechtliche Verankerung .....	350
B. Verschwiegenheitspflichten .....	352
I. Anknüpfung an unternehmerische Freiheit nach Art. 16 GRCh .....	352

II. Abwägung mit Zielen der Ad-Hoc-Publizität .....	355
C. Individualschutz .....	357
I. <i>Nemo-Tenetur</i> -Grundsatz .....	357
1. Gegenstand und Abgrenzung .....	357
2. Reichweite des <i>Nemo-Tenetur</i> -Grundsatzes im Unionsrecht .....	358
3. Abwägungskriterien .....	360
4. Anwendung auf Art. 17 MAR .....	361
5. Spannungsverhältnis zu Präventionswirkung .....	364
II. Persönlichkeitsrecht .....	365
1. Relevante Konstellationen .....	365
2. Gewährleistungsbereich des Persönlichkeitsrechts .....	365
3. Abwägung mit Zielen des Art. 17 MAR .....	366
III. Keine Verortung in Art. 17 Abs. 4 MAR .....	369
D. Zwischenergebnis .....	371

### *Fünfter Teil*

<b>Schluss</b>	372
§ 13 Stringenz in der Konzernbetrachtung .....	372
A. Ausgangspunkt: Juristische Person als Normadressat .....	372
B. Nur Mutter- oder Tochtergesellschaft als Emittent .....	373
I. Keine Konzernbetrachtung „auf Umwegen“ .....	373
II. Keine Wandlung der Überwachungsfunktion in eine Führungsfunktion ...	375
C. Sowohl Mutter- als auch Tochtergesellschaft als Emittenten .....	376
I. Insiderinformation, die entweder Mutter oder Tochter unmittelbar betrifft	376
II. Insiderinformation, die sowohl Mutter als auch Tochter unmittelbar betrifft	376
D. Zwischenergebnis .....	378
§ 14 Zusammenfassung in Thesen .....	378
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	385
<b>Sachverzeichnis</b> .....	411

## Abkürzungsverzeichnis

1st (2d, ...) Cir.	United States Court of Appeals for the First (Second, ...) Circuit
A. A./a. A.	anderer Ansicht
A. C.	Law Reports, Appeal Cases
a. F.	alte Fassung
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch (Österreich)
Abl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz/Absätze
ACA	Corporations Act 2001 (Australia)
Acad. Manag. J.	Academy of Management Journal
Account. Rev.	The Accounting Review
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
All E. R.	All England Law Reports
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
ASX	Australian Securities Exchange
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
B. C. C.	British Company Law Cases
B. C. L. C.	Butterworths Company Law Cases
B. C. L. Rev.	Boston College Law Review
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankR-HdB	Bankrechts-Handbuch
BayObLG	Bayerische Oberste Landesgericht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOGK	Beck'scher Online-Großkommentar
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	beck-online Rechtsprechung
Begr.	Begründer
Beschl.	Beschluss
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen

BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
BT-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundestags
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
C.F.R.	Code of Federal Regulations
C.L.J.	Cambridge Law Journal
C.M.L.R.	Common Market Law Reports
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cambridge Y. B. Eur. Legal Stud.	Cambridge Yearbook of European Legal Studies
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Cass. crim.	Cour de Cassation, Chambre criminelle
CB	Compliance Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Committee of European Securities Regulators
Cir.	Circuit
CISG	UN Convention on Contracts for the International Sales of Goods
CMLR	Common Market Law Review
Col. L. Rev.	Columbia Law Review
Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
Cr. App. R.	Criminal Appeal Reports
CRD IV	Capital Requirements Directive Nr. 2013/36/EU (Eigenkapitalrichtlinie)
CRR	Capital Requirements Regulation Nr. 575/2013 (Kapitaladäquanzverordnung)
D.	Digesten
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DelVO	Delegierte Verordnung
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DSGVO	Datenschutzgrundverordnung Nr. 2016/679
DStR	Deutsches Steuerrecht
DStRE	Deutsches Steuerrecht – Entscheidungsdienst
DTR	Disclosure Guidance and Transparency Rules
Duke J. Comp. Int'l Law	Duke Journal of Comparative & International Law
Duke L. J.	Duke Law Journal
DurchfVO	Durchführungsverordnung
e. A.	eine Ansicht
E. R.	English Reports
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
Ed.	Entgeltfortzahlungsgesetz
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte



Einl.	Einleitung
EKMR	Europäische Kommission für Menschenrechte
EL.	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ERA Forum	Zeitschrift der Europäischen Rechtsakademie
ERCL	European Review of Contract Law
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde/European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWCA Civ	Court of Appeal (Civil)
F. 2d (3d)	Federal Reporter, Second Series (Third Series)
f./ff.	folgende
FamRZ	Zeitschrift für das gesamte Familienrecht
FCA	Financial Conduct Authority (UK)
Fla. St. U. L. Rev.	Florida State University Law Review
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
GA	Generalanwalt
gem.	gemäß
GenG	Genossenschaftsgesetz
GG	Grundgesetz
GK	Großkommentar
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
H. M./h. M.	herrschende Meinung
HdB	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HKC	Hong Kong Cases
HKK	Historisch-kritischer Kommentar
Hs.	Halbsatz
i. E.	im Ergebnis
i. S. d.	im Sinne des
i. V. m.	in Verbindung mit
IJCAI	International Joint Conference on Artificial Intelligence
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
IStGH	Internationaler Strafgerichtshof
J.	Justice
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research

J. Bus.	The Journal of Business
J. Comp. Leg. & Int.	Journal of Comparative Legislation and International Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics
J. L. & Econ.	The Journal of Law and Economics
J. Leg. Stud.	The Journal of Legal Studies
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KB	Law Reports, King's Bench Division
KK	Kölner Kommentar
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KR	Kotierungsreglement (Schweiz)
KWG	Kreditwesengesetz
L.Q.R.	Law Quarterly Review
Law Contemp. Probl.	Law and Contemporary Problems
LG	Landgericht
lit.	litera
LJ	Lord Justice
LK	Leipziger Kommentar
LR	Listing Rule(s)
Ls.	Leitsatz
M&A	Mergers & Acquisitions
m. Anm.	mit Anmerkung
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
M. L. R.	Modern Law Review
Macquarie J. Bus. L.	Macquarie Journal of Business Law
MAD	Market Abuse Directive Nr. 2003/6/EG (Marktmissbrauchsrichtlinie)
MAR	Market Abuse Regulation VO (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung)
Mich.L. Rev.	Michigan Law Review
MIFID II	Markets in Financial Instruments Directive Nr. 2014/65/EU (Finanzmarktrichtlinie)
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
Mio.	Million(en)
MissbrauchsR	Missbrauchsrecht
Mrd.	Milliarde(n)
MREL	Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities
MüKo	Münchener Kommentar
n.	numero
n. F.	neue Fassung
N. Y. U. L. Rev.	New York University Law Review
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer

NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NStZ-RR	Rechtsprechungsreport Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeits- und Sozialrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZX	New Zealand's Security Exchange
OGH	Oberster Gerichtshof (Österreich)
OLG	Oberlandesgericht
Oxf. J. Leg. Stud.	Oxford Journal of Legal Studies
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, die einem Anlagerisiko unterliegen)
Q&A	Questions and Answers
QB	Law Reports, Quenn's Bench Division
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RB	Rulebook
RegE	Regierungsentwurf
RG	Reichsgericht
RGRK	Das Bürgerliche Gesetzbuch mit besonderer Berücksichtigung der Rechtsprechung des Reichsgerichts und des Bundesgerichtshofes
RL	Richtlinie
RLAhP	Richtlinie betreffend die Ad hoc-Publizität (Schweiz)
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
RW	Zeitschrift für rechtswissenschaftliche Forschung
S.	Seite(n)
S. Ct.	Supreme Court
S./s.	siehe
SchIA	Schlussanträge
SE	Societas Europaea
SEAG	SE-Ausführungsgesetz
Sec./sec.	Section
SFO	Securities and Futures Ordinance (Hong Kong)
SGX	Singapore Exchange
sog.	sogenannte(r)
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
str.	strittig
Subsec.	Subsection
Sup. Ct. Rev.	Supreme Court Review
SZW/RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TUF	Consolidated Law on Finance (Italien)
u.	und
u. a.	unter anderem

U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Toronto L. J.	University of Toronto Law Journal
U. S.	United States/United States Reports
U. S. C.	United States Code
UAbs.	Unterabsatz
UKHL	House of Lords (UK)
UKSC	Supreme Court (UK)
Urt.	Urteil
v	versus/and
v.	vom/von
v. d.	von der
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Var.	Variante
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vorb.	Vorbemerkungen
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz (Bund)
W. L. R.	Weekly Law Reports
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHR	Wertpapierhandelsrecht
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
Yale J. Regul.	Yale Journal on Regulation
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft/Journal of Banking Law and Banking
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfBf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZStrR	Schweizerische Zeitschrift für Strafrecht
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht



## **Einführung**

### **§ 1 Problemaufriss**

Die Pflicht des Emittenten, ihn betreffende Insiderinformationen zu veröffentlichen, wurde bis zu den Vorgängen am Neuen Markt nur wenig beachtet. Mittlerweile gehört die in Art. 17 Abs. 1 MAR verordnete Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu einem wesentlichen Einfallstor für die Haftung kapitalmarktorientierter Unternehmen. Unterlässt es ein Emittent, Insiderinformationen zu veröffentlichen, ist er nicht nur aufsichtsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen ausgesetzt, wozu insbesondere eine am Konzernumsatz orientierte Bußgeldandrohung gehört.<sup>1</sup> Ein Verstoß gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht birgt zudem das hohe Risiko einer zivilrechtlichen Schadensersatzhaftung, wie sie in den allermeisten EU-Mitgliedstaaten vorgesehen ist.<sup>2</sup> Dementsprechend ist die Frage, welche Anforderungen die Ad-Hoc-Publizität an den Emittenten stellt, Gegenstand milliardenschwerer Schadensersatzklagen geworden.<sup>3</sup> Betroffene Anleger stützen ihr Begehren darauf, dass sie durch den Handel mit Wertpapieren einen Nachteil erlitten haben, weil sie über kursrelevante Umstände nicht rechtzeitig informiert worden sind.<sup>4</sup>

Zu welchem Zeitpunkt der Emittent eine Insiderinformation veröffentlichen muss, hängt unter anderem davon ab, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst dann entsteht, wenn bestimmte Personen innerhalb des Unternehmens von der Insiderinformation wissen. Müsste der Emittent nur solche Insiderinformationen veröffentlichen, die den Mitgliedern des Vorstands bekannt sind, würde die Ad-Hoc-Publizitätspflicht später entstehen, als wenn der Emittent auch über solche Insiderinformationen berichten müsste, die sich bei Aufsichtsratsmitgliedern, nachge-

---

<sup>1</sup> Vgl. die nach Art. 30 Abs. 2 MAR zwingend geforderte Umsetzung. Für das deutsche Recht vgl. §§ 6 Abs. 6 ff., 120 Abs. 15 Nr. 6 ff. WpHG. Eingehend zu den Vorgaben des Art. 30 Abs. 2 MAR vgl. § 5 B.

<sup>2</sup> Für einen Überblick über die zivilrechtliche Kapitalmarktinformationshaftung in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten *Thomale*, Der gesplante Emittent, S. 102 ff. Zur alten Rechtslage vgl. die Beiträge in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 187 ff. Vgl. zu §§ 97, 98 WpHG: *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1146; *J. Koch*, ZIP 2015, 1757. Für einen Überblick über die Größenordnungen der Schadensersatzklagen, denen ein Emittent ausgesetzt sein kann, vgl. *Wichmann*, Haftung am Sekundärmarkt, S. 4 ff. Zur internationalen Kapitalmarktinformationshaftung vgl. *Thomale*, ZGR 2020, 332 ff.

<sup>3</sup> OLG Braunschweig, Az. 3 Kap 1/16: rund 9 Mrd. Euro.

<sup>4</sup> *Habbe/Gieseler*, NZG 2016, 454.

ordneten Mitarbeitern oder auf Datenträgern des Unternehmens befinden. Daher hat die Diskussion um das Wissen von Gesellschaften deutlich Fahrt aufgenommen, seitdem es mit der Ad-Hoc-Publizität von Emittenten in Verbindung gebracht wird.<sup>5</sup> Ernüchternd muss jedoch festgestellt werden, dass sich auch nach zahlreichen Aufsätzen und Monographien noch immer keine klare Linie abgezeichnet hat, unter welchen Voraussetzungen eine Gesellschaft etwas weiß und unter welchen Voraussetzungen sie von wissensabhängigen Rechtsfolgen abgesichert ist.<sup>6</sup>

Unter Rückgriff auf vermeintlich „allgemeine Grundsätze der Wissenszurechnung“ zeichnen sich Tendenzen ab, die im deutschen Vertragsrecht entwickelten Zurechnungsregeln auf den Tatbestand der Ad-Hoc-Publizität zu übertragen. Entsprechend den Bestrebungen, das personelle Ungleichgewicht zwischen arbeitsteiligen Organisationen und Einzelpersonen zu neutralisieren,<sup>7</sup> wird die Gesellschaft als Einheit betrachtet,<sup>8</sup> in der vorhandene Informationen verfügbar gemacht werden müssen.<sup>9</sup> Eine Gesellschaft wisse alles, was an die zuständige Stelle innerhalb des Unternehmens weitergeleitet oder von der zuständigen Stelle abgefragt werden könne.<sup>10</sup> Dementsprechend wird teilweise behauptet, dass ein Emittent nicht erst ad-hoc-pflichtig sei, wenn das hierfür zuständige Organ – in der Regel der Vorstand<sup>11</sup> – von der Insiderinformation wisse. Vielmehr entstehe die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits dann, wenn die Insiderinformation aufgrund eines vom Emittenten veran-

<sup>5</sup> Vgl. zum Diskussionsstand etwa *J. Koch*, AG 2019, 273 ff.; monographisch *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 36 ff.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 95 f.; *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 110 ff.

<sup>6</sup> Vgl. Nachweise bei *Harke*, Wissen und Wissensnormen, S. 11 f. mit Fn. 1. Bezeichnend ist insb. die Anzahl der Beiträge aus den letzten Jahren: *Altmeyen*, NJW 2020, 2833; *Armbrüster/Kosich*, ZIP 2020, 1494; *Denga*, ZIP 2020, 945; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160; *Guski*, ZHR 184 (2020), 363; *Klueß*, NZA 2018, 491; *Naumann/Siegel*, ZHR 181 (2017), 273; *Pfeiffer*, ZIP 2017, 2077; *Reuter*, ZIP 2017, 310; *Risse*, NZG 2020, 856; *Schürmbrand*, ZHR 181 (2017), 357; *Seidel*, ZIP 2020, 1506; *Seidel*, AG 2019, 492; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311; *Schaefer/Ortner*, DStR 2017, 1710; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203; *Worthington*, 133 L. Q. R. (2017), 118; monographisch etwa *Engelhardt*, Wissensverschulden; *Fietz*, Wissenszurechnung; *Jung*, Wissenszurechnung; *Seidel*, Wissenszurechnung; *Neumann*, Wissenszurechnung; *Schrader*, Wissen im Recht.

<sup>7</sup> Vgl. zum sog. Gleichstellungsgedanken BGHZ 109, 327, 332; 117, 104, 108; 132, 30, 35, 37; 135, 202, 205; vgl. aus dem Schrifttum statt vieler *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 11; *Grunewald*, in: FS Beusch, S. 301, 304 ff.; kritisch bereits *Koller*, JZ 1998, 75, 77 ff.

<sup>8</sup> *Canaris*, Bankvertragsrecht, Erster Teil, Rn. 106; ablehnend *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 323 f.

<sup>9</sup> BGHZ 132, 30, 36.

<sup>10</sup> BGHZ 132, 30, 37.

<sup>11</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 33; *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 157; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 54, 65; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 60; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 38; *Schockenhoff/Hoffmann*, ZGR 2021, 201, 212 m. w. N.

lassten Informationstransfers verfügbar gemacht werden könne<sup>12</sup> – die Ad-Hoc-Publizität erhalte eine „Compliance-Dimension“.<sup>13</sup>

Dass bereits bekannte Muster der Wissenszurechnung aufgegriffen werden, um sie auf die Ad-Hoc-Publizität zu übertragen, ist wenig überraschend. Denn apostrophiert unter dem Begriff der Wissensorganisationspflichten ist der unternehmensinterne Informationstransfer zu einem verselbständigten Leitgedanken nationaler Zurechnungsdogmatik avanciert.<sup>14</sup> Dementsprechend ist die im Vertragsrecht wurzelnde Idee der Wissens-Compliance zunehmend in andere Rechtsbereiche hineingewachsen. Nicht nur im außervertraglichen Kontext des Zivilrechts,<sup>15</sup> sondern auch im Strafrecht<sup>16</sup> und im Öffentlichen Recht<sup>17</sup> werden Wissensorganisationspflichten dafür fruchtbar gemacht, um das Wissen von arbeitsteiligen Organisationen zu begründen. Daher verwundert es nicht, dass die Samen der Wissensorganisation abseits ihres Ursprungs sogar in das unionsrechtliche Feld des Kapitalmarktrechts gestreut worden sind.<sup>18</sup> Allerdings ist bislang offengeblieben, ob Vorschriften außerhalb des Vertragsrechts, insbesondere solche des Unionsrechts, den passenden Nährboden bieten, um ihn mit Wissensorganisationspflichten anzureichern.

Mittlerweile ist die Diskussion um die Compliance-Dimension der Ad-Hoc-Publizität sogar in eine Richtung gelenkt worden, die eine bemerkenswerte Abzweigung von dem zuvor beschrittenen Pfad der Wissenszurechnung genommen hat. Während Wissensorganisationspflichten eingangs nur dort zum Einsatz kamen, wo ein Wissen der Gesellschaft vorausgesetzt war, wird zunehmend diskutiert, ob ein Wissen des Emittenten überhaupt Entstehungsvoraussetzung für die Ad-Hoc-Publizitätspflicht ist.<sup>19</sup> Würde die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht erst mit Kenntnis des Emittenten, sondern bereits dann entstehen, wenn eine Insiderinformation objektiv vorliegt, hätte dies zur Folge, dass ein Emittent auch außerhalb der eigenen Gesellschaft nach Insiderinformationen suchen müsste.<sup>20</sup> Die Diskussion um ein Wissenserfordernis im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität wirft also die Frage auf, inwieweit die Wissens-Compliance des Emittenten überhaupt noch eine Rolle spielt

<sup>12</sup> Vgl. etwa *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 20.

<sup>13</sup> *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1288.

<sup>14</sup> *Buck-Heeb*, in: Hauschka/Moosmayer/Lösler, Corporate Compliance, § 2 Rn. 23 ff.

<sup>15</sup> Vgl. etwa *Harke*, Wissen und Wissensnormen, S. 87 ff.; *Köndgen*, BKR 2009, 376, 377; *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 826 Rn. 40.

<sup>16</sup> *Tiedemann*, in: LK-StGB, § 263 Rn. 82; kritisch *J. Eisele*, ZStW 116 (2004), 15.

<sup>17</sup> *Steffen*, in: RGRK, § 166 Rn. 20 m. w. N.; *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 48 Rn. 214.

<sup>18</sup> Vgl. etwa *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67.

<sup>19</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381; *J. Koch*, AG 2019, 273.

<sup>20</sup> Vgl. auch *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87 ff., 107 ff., 111 ff.



und welche alternativen Mechanismen infrage kommen, um diejenigen Insiderinformationen herauszufiltern, die von dem Emittenten veröffentlicht werden müssen.

Die größte Herausforderung besteht darin, dass der Unionsgesetzgeber keine ausdrücklichen Vorgaben darüber macht, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht das Wissen des Emittenten voraussetzt, und erst recht nicht, wie mit einem etwaigen Wissenserfordernis umzugehen ist. Nach Art. 17 Abs. 1 MAR hat ein Emittent Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, an die Öffentlichkeit unverzüglich bekanntzugeben.<sup>21</sup> Der Begriff der Insiderinformation spielt nicht nur im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR eine Rolle, sondern ist auch für die Insideratbestände der Art. 8 und Art. 10 MAR relevant, weswegen er einheitlich auszulegen ist.<sup>22</sup> Gem. Art. 7 MAR handelt es sich bei Insiderinformationen um Umstände, die – unterstellt, sie wären öffentlich bekannt – geeignet wären, den Kurs eines Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.<sup>23</sup> Zwar sind Insiderinformationen nur dann veröffentlichungspflichtig, wenn sie den Emittenten zudem „unmittelbar betreffen“, jedoch müssen auch solche Insiderinformationen nicht unbedingt innerhalb des Unternehmens angesiedelt sein, sondern können sich überall auf der Welt befinden.<sup>24</sup> Auch lassen Vorschriften, die Rechtsfolgen an die Verletzung des Art. 17 Abs. 1 MAR knüpfen, anhand ihres Wortlauts nicht erkennen, inwieweit die Ad-Hoc-Publizität mit einem Wissenserfordernis in Verbindung steht.<sup>25</sup>

Die Anforderungen an den Emittenten sind insbesondere vor dem Hintergrund zu würdigen, dass veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen nicht nur in bereits abgeschlossenen Endereignissen, sondern auch in bloßen Zwischenschritten erblickt werden können, die im Vorfeld des Endereignisses auftreten.<sup>26</sup> So kann etwa neben

<sup>21</sup> Vgl. im Hinblick auf die Modalitäten einer Bekanntgabe Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR, Art. 2 f. DurchVO 2016/1055. Zum Begriff des Emittenten vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR.

<sup>22</sup> *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1960. Zu Überlegungen der Kommission, eine zusätzliche Kategorie der Insiderinformation einzuführen („zweistufiges Modell“) vgl.; *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 319 ff.; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 596; *Teigelack*, BB 2012, 1361 f.; *Veill/Ph. Koch*, WM 2011, 2297, 2299 f.

<sup>23</sup> Vgl. Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR. Dabei wird die Kursrelevanz aus der Sicht eines „verständigen Anlegers“ beurteilt, Art. 7 Abs. 4 und Erwägungsgrund Nr. 14 f. MAR. S. hierzu *Langenbacher*, AG 2016, 417 ff.; *Krause*, in: Meyer/Veill/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 6 Rn. 114 ff.; *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180; nunmehr auch BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 11 f.; dazu *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1960 f.; *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2019, 621, 624; *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2020, 477, Rn. 3 ff.

<sup>24</sup> Vgl. CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.15.f.; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 45 ff.; *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 384; jeweils mit Beispielen.

<sup>25</sup> Vgl. Art. 30 Abs. 2 UAbs. 1 i. V. m. Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a MAR; §§ 6 Abs. 6–10, 97, 98, 120 Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG.

<sup>26</sup> Nunmehr ausdrücklich Art. 7 Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 MAR. Zuvor EuGH, Urt. v. 28.6.2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, NJW 2012, 2787. Zur umstrittenen Frage, inwieweit die Wahrscheinlichkeit des Endereignisses für die Insiderrelevanz des Zwischenschritts eine Rolle spielt vgl. Meinungsstand bei *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1961 f. m. w. N.

dem Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden als Endereignis auch der dazu führende Entscheidungsprozess (des Vorstands selbst oder auch des Aufsichtsrats) einen insiderrelevanten Zwischenschritt darstellen.<sup>27</sup> Genauso kann neben verhängten Sanktionen infolge eines Compliance-Verstoßes als Endereignis bereits der Verdacht, der zur Aufdeckung der Zuwiderhandlung führt, einen kursrelevanten Umstand bilden.<sup>28</sup> Eine hieraus folgende Vorverlagerung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht relativiert der BGH dadurch, dass der Emittent die unverzügliche Bekanntgabe einer Insiderinformation zum Schutze seiner Geheimhaltungsinteressen aufschieben kann.<sup>29</sup> Art. 17 Abs. 4 MAR verlangt hierzu aber einen Beschluss des Emittenten,<sup>30</sup> der nur dann herbeigeführt werden kann, wenn die Insiderinformation dem zur Entscheidung befugten Gremium vorliegt.<sup>31</sup>

Im Zuge der sich abzeichnenden Entwicklung droht die potentielle Einstandspflicht kapitalmarktorientierter Gesellschaften also deutlich ausgeweitet zu werden. Das hat einerseits zur Folge, dass ein Emittent tendenziell mehr Insiderinformationen veröffentlicht, als wenn er nur solche Insiderinformationen bekanntgeben müsste, von denen der Vorstand bereits weiß. Andererseits sind zusätzliche Pflichten für den Emittenten auch mit einer zusätzlichen Belastung verbunden, die im äußersten Fall dazu führen kann, dass sich Gesellschaften vom Kapitalmarkt abwenden.<sup>32</sup> Denn der Eintritt von Rechtsfolgen ist umso wahrscheinlicher, je umfassender die Pflichten sind, die man dem Emittenten im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität auferlegt.

Aus einer Zustandsverantwortung des Emittenten für irgendwo entstehende Insiderinformationen kann sich sogar eine neue Klageindustrie entwickeln, die davon lebt, das Risiko unvorteilhaften Wertpapierhandels auf den Emittenten und dort verbliebene Altanleger zu verlagern.<sup>33</sup> Dass es sich hierbei nicht nur um ein theoretisches Szenario handelt, belegen die gegenwärtig zunehmenden Prozesse, die mögliche Ad-Hoc-Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit diversen Unternehmensskandalen zum Gegenstand haben.<sup>34</sup> Auch die mehrheitlich als unverhältniss-

<sup>27</sup> EuGH, Urt. v. 28.6.2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, NJW 2012, 2787; *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 388.

<sup>28</sup> *Leyens*, ZGR 2020, 256, 258; s. auch *Habersack*, AG 2020, 697, Rn. 4 ff.

<sup>29</sup> BGH NJW 2013, 2114, Rn. 26 – *Geltl*. Vgl. dazu *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1082; *Hemeling*, ZHR 184 (2020), 397, 399, 404; *J. Koch*, AG 2019, 273, 279 f.; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043. Grundlegend zur Selbstbefreiungsmöglichkeit *Retsch*, NZG 2016, 1201.

<sup>30</sup> ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9.2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 421; *J. Koch*, in: FS Köndgen, S. 329, 337; *Krause*, CCZ 2014, 248, 255; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043; v. d. *Linden*, DStR 2016, 1036, 1038; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 600; *Veil*, ZBB 2014, 85, 93; zweifelnd weiterhin *Klöhn*, AG 2016, 423, 431.

<sup>31</sup> *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205 f.

<sup>32</sup> *Krug*, Der Rückzug von der Börse, S. 45.

<sup>33</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 32; *J. Koch*, AG 2019, 273, 281.

<sup>34</sup> Zur Dieseldiagnostik: OLG Braunschweig, Az. 3 Kap 1/16; LG Stuttgart, Urt. v. 24.10.2018, Az. 22 O 101/16, ZBB 2020, 59; *Habbe/Gieseler*, NZG 2016, 454; <https://www.handels>

mäßig aufgefassten finanziellen Sanktionen<sup>35</sup> können nicht außer Acht gelassen werden, wenn es darum geht, über den Pflichtenkatalog kapitalmarktorientierter Gesellschaften zu entscheiden.<sup>36</sup> Im Gegensatz zu zivilrechtlichen Schadensersatzfolgen werden aufsichtsrechtliche Maßnahmen von Amts wegen eingeleitet und insbesondere unabhängig davon verfolgt, ob Anlegern infolge der fehlenden Kapitalmarktinformation ein Schaden entstanden ist.

Man hat sich also zu vergewissern, ob die Ad-Hoc-Publizität tatsächlich der richtige Schauplatz ist, um den Emittenten einem insiderbezogenen Compliance-Auftrag auszusetzen. Die rechtlichen Grundlagen sind nur unzureichend durchdacht und wenig geklärt.<sup>37</sup>

## § 2 Meinungsstand und praktische Unterschiede

### A. Kenntnis des Emittenten als pflichtenbegründendes Tatbestandsmerkmal

#### I. Tatbestandliche Verankerung

Der Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR beinhaltet keine ausdrückliche Aussage, inwieweit es bei der Ad-Hoc-Publizität auf ein Wissen des Emittenten ankommt. Dass der Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR zu dieser Thematik schweigt, hat eine weitreichende Diskussion darüber entfacht, ob ein kognitives Element in den Tatbestand der Ad-Hoc-Publizität hineinzulesen ist.

Auf der einen Seite wird angenommen, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR setze das Wissen des Emittenten voraus.<sup>38</sup> Die Publikations-

---

blatt.com/unternehmen/industrie/abgasaffaere-daimler-aktionaere-begehren-auf-autobauer-drohen-900-millionen-euro-schadenersatz/25395140.html. Zum Wirecard-Fall: <https://www.lto.de/recht/kanzleien-unternehmen/k/wirecard-sonderpruefung-bilanzmanipulation-tilp-anlegerklage-lg-muenchen-i/>; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1. Zum Bilanzierungsskandal bei der Steinhoff International Holding N.V.: LG Frankfurt, Az. 2–02 OH 3/19.

<sup>35</sup> *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 6 m. w. N.; in Bezug auf das Kenntniserfordernis insb. *Poelzig*, in: EBJS, Art. 17 Marktmissbrauchs-VO Rn. 16.

<sup>36</sup> Vgl. Art. 30 Abs. 2 lit. h–j MAR; in Deutschland umgesetzt in § 120 Abs. 15 Nr. 6–11, Abs. 18 Satz 2 Nr. 2 WpHG.

<sup>37</sup> *Buck-Heeb*, AG 2015, 801; *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 31; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421.

<sup>38</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 34, 50 f.; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085; *Hansen*, 18 ERA Forum (2017), 21, 24, 26; *Groß/Royé*, BKR 2019, 272, 277 mit Fn. 31; *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385 f.; *Ihrig/Schäfer*, in: *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, § 24 Rn. 709b; *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2019, 621, 632; *J. Koch*, AG 2019, 273, 276 ff.; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 85; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 76 f.; *Liebscher*, ZIP 2019, 1837, 1848; *Ringe*, in: Lehmann/Kumpan, European Financial Services

pfligt entstehe demnach erst in dem Zeitpunkt, in dem der Emittent über eine Insiderinformation verfüge.<sup>39</sup> Insoweit wird die Ad-Hoc-Publizität ausschließlich als Pflicht verstanden, den Veröffentlichungsprozess einer beim Emittenten bereits vorhandenen Insiderinformation in Gang zu setzen. Nach dieser Auffassung stellt die Kenntnis des Emittenten ein ungeschriebenes pflichtenbegründendes Tatbestandsmerkmal dar. Die Existenz dieses Tatbestandsmerkmals wird aus unterschiedlichen Wortlautelementen des Art. 17 Abs. 1 MAR hergeleitet.

Teilweise wird auf die Pflicht zur „Bekanntgabe“ abgestellt und gefolgert, dass der Emittent nur das bekanntgeben könne, was ihm bereits bekannt sei.<sup>40</sup> Er müsse nichts veröffentlichen, wovon er keine Kenntnis habe.<sup>41</sup> Damit wird zur Begründung des Kenntniserfordernisses auf den auch im Unionsrecht anerkannten Grundsatz *ultra posse nemo obligatur*<sup>42</sup> zurückgegriffen, wonach das Sollen Können impliziere.<sup>43</sup> Nach J. Koch ist der als „Bekanntgabe“ formulierten Pflicht gleichzeitig eine sprachlich implizierte Beschränkung zu entnehmen, da der Verordnungsgeber Informationsbeschaffungspflichten mithilfe einer anderen Wortwahl als der „Bekanntgabe“ auszudrücken pflege.<sup>44</sup> Ihrig zufolge bestätigt sich das Kenntniserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR durch einen systematischen Vergleich zu Art. 12 RL 2004/109/EG und § 21 WpHG a. F. (jetzt § 33 WpHG): Die der Ad-Hoc-Publizität strukturell und funktional nahestehende Mitteilungspflicht entstehe nämlich ebenfalls erst mit Kenntnis des Emittenten von der relevanten Tatsache.<sup>45</sup>

Andererseits finden sich Begründungsmuster, die für das Kenntniserfordernis des Emittenten auf das Tatbestandsmerkmal der „Unverzüglichkeit“<sup>46</sup> oder der „unmittelbaren Betroffenheit“<sup>47</sup> abstellen. Nach Buck-Heeb folgt ein „subjektives

---

Law, Art. 17 MAR Rn. 27; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2032; *Ziemons*, NZG 2004, 537, 541.

<sup>39</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHR, Art. 17 VO Nr. 569/2014 Rn. 50; *Ringe*, in: *Lehmann/Kumpan*, European Financial Services Law, Art. 17 MAR Rn. 27.

<sup>40</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHR, Art. 17 VO Nr. 569/2014 Rn. 50; *Liebscher*, ZIP 2019, 1837, 1848.

<sup>41</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 279; *Ringe*, in: *Lehmann/Kumpan*, European Financial Services Law, Art. 17 MAR Rn. 27; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68: „Die Mitteilung einer Information setzt naturgemäß ihre Kenntnis voraus“.

<sup>42</sup> EuGH v. 15. 7. 2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435, Ls. und Rn. 34 – DSV Road, BeckEuRS 2010, 519617.

<sup>43</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 50 Fn. 2; *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385 f.; *Ihrig*, in: FS Krieger, S. 437, 440.

<sup>44</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 276.

<sup>45</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385. Tatsächlich wird die Pflicht zur Beteiligungspublizität bereits durch ein Kennenmüssen ausgelöst, vgl. Art. 12 Abs. 2 lit. a RL 2004/109/EG.

<sup>46</sup> *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 20, 22; s. auch *Di Noia/Gargantini*, ECFR 2012, 484, 494 unter Verweis auf Section 5:53 des dänischen Wet Financieel Toezicht – Wft (Dutch Financial Supervision Act), der die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG umsetzte und ausdrücklich das Tatbestandsmerkmal der Kenntnis enthielt.

<sup>47</sup> *Grundmann*, in: Staub, HGB, Bd. 11/1, Rn. 497.

Element“ aus dem Umstand, dass ein Emittent nicht sofort, sondern nur „unverzüglich“ dazu verpflichtet sei, kursrelevante Informationen zu veröffentlichen.<sup>48</sup> Hierzu müsse die infrage stehende Information im Unternehmen „vorhanden“ sein.<sup>49</sup> Grundmann leitet die Voraussetzung der Kenntnis des Emittenten dagegen aus der Zielrichtung der „unmittelbaren Betroffenheit“ ab, indem er auf die Kriterien der Zumutbarkeit und Erforderlichkeit sowie auf die Natur von Aufklärungspflichten abstellt, zu denen nach seiner Aussage auch die Ad-Hoc-Publizität gehört. Während Insidern zugemutet werden könne, die Nutzung kursrelevanter Informationen unabhängig von ihrer Herkunft zu unterlassen, würden den Emittenten ohne eine kenntnisbezogene Beschränkung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht gravierende Sanktionsfolgen schon bei leichtfertiger Unkenntnis für „alle Vorfälle dieser Welt“ treffen.<sup>50</sup> Daher sei „in Übereinstimmung mit der Dogmatik sonstiger Aufklärungspflichten“ keine unbegrenzte Informationspflicht für nicht präsenten Wissen zu statuieren, zumal der Anleger sich dem Emittenten unbekannte Informationen zu gleichen Kosten beschaffen könne.<sup>51</sup>

Verlangt man, dass der Emittent die Insiderinformation kennt, müsse ihm das Wissen von der Information erst zugerechnet werden, bevor es um die Frage gehen könne, ob er die Information „unverzüglich“ bekanntgegeben habe.<sup>52</sup> Das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ adressiere danach ausschließlich in zeitlicher Hinsicht den Prozess der Informationsentäußerung und nicht jenen der Informationsbeschaffung.<sup>53</sup> Auch im Verhältnis zur „unmittelbaren Betroffenheit“ werde der Tatbestand durch das subjektive Element der Kenntnis zusätzlich eingegrenzt, zumal es Insiderinformationen gebe, von denen der Emittent nicht schon kraft seiner unmittelbaren Betroffenheit wisse.<sup>54</sup> Dies wird insbesondere bei Ereignissen der Fall sein, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten auftreten,<sup>55</sup> wie etwa der Entscheidung des Bieters, vorbehaltlich der Zustimmung des eigenen Aufsichtsrats ein Übernahmeangebot für den Emittenten abzugeben, derjenigen der Aufsichtsbehörde, die der Publizitätspflicht unterliegende Bank als systemrelevant einzustufen oder derjenigen der Börse, den Emittenten in den DAX aufzunehmen.<sup>56</sup>

<sup>48</sup> *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 149 f.; *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 20.

<sup>49</sup> *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 22; s. auch *Di Noia/Gargantini*, ECFR 2012, 484, 494. Vgl. generell zum ungeschriebenen Wissenserfordernis bei Aufklärungspflichten *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 21 und *Grunewald*, in: FS Beusch, S. 301.

<sup>50</sup> *Grundmann*, in: Staub, HGB, Bd. 11/1, Rn. 497.

<sup>51</sup> *Grundmann*, in: Staub, HGB, Bd. 11/1, Rn. 497.

<sup>52</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 50.

<sup>53</sup> *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2980; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 258.

<sup>54</sup> *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 76.

<sup>55</sup> Den Emittenten können nämlich nicht nur unternehmensinterne, sondern auch unternehmensexterne Umstände unmittelbar betreffen, vgl. *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 40.

<sup>56</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 384 mit Fn. 13.

## II. Wissenszurechnung

Setzt man die Kenntnis des Emittenten voraus, damit die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entsteht, stellt sich jedenfalls die Frage nach der Wissenszurechnung.<sup>57</sup> Dahingehend besteht zunächst Uneinigkeit darüber, auf welcher Grundlage Wissen zugerechnet werden soll, das im Zusammenhang mit einer Verordnungsvorschrift eine Rolle spielt.

Zum Teil wird das in Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesene Wissenserfordernis mithilfe nationaler Regelungen ausgeformt.<sup>58</sup> So orientiert sich Ekkenga an den verbandsrechtlichen Vorgaben des deutschen Aktienrechts und beschränkt die Zurechnung grundsätzlich auf das Wissen von Mitgliedern des Führungsorgans.<sup>59</sup> Er weitet die Wissenszurechnung nur aus, wenn es um Repräsentanten der Gesellschaft geht, deren Wissen etwa aufgrund eines Vertretungsverhältnisses zugerechnet werden kann. Nach Ihrig soll die Einschränkung gelten, dass ein Rückgriff auf mitgliedstaatliche Vorschriften wie etwa §§ 166 Abs. 2, 26 Abs. 2, 31 BGB und § 78 Abs. 2 AktG nur in dem Umfang zulässig ist, „in dem sich diese in den Normzweck von Art. 17 MAR wertungsgerecht und systemstimmig einfügen lassen“.<sup>60</sup> Dabei entkoppelt Ihrig die Frage der Wissenszurechnung von der Frage nach der Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis der Gesellschaft. In Anbetracht des von ihm unterstellten Zwecks des Art. 17 Abs. 1 MAR, eine möglichst umfassende Informationsversorgung des Kapitalmarkts herzustellen, kommt er zu dem Ergebnis, dass nicht nur das beruflich wie auch privat erlangte Wissen von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, sondern auch die Kenntnis nachgeordneter Mitarbeiter zuzurechnen ist, die sie in Ausführung ihrer Aufgaben erlangt haben.<sup>61</sup> Auch das OLG Braunschweig hat in dem laufenden Musterverfahren gegen die Volkswagen AG<sup>62</sup> die vorläufige Auffassung geteilt, dass das Wissen von Managern unterhalb der Vorstandsebene dazu geeignet ist, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auszulösen.<sup>63</sup> Gleichzeitig erkennt Ihrig an, dass es sich um eine weitgehende Wissenszurechnung handelt, die durch bestimmte Mechanismen beschränkt werden

<sup>57</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 277. Eine Wissenszurechnung trotz Verneinung des Wissenserfordernisses nehmen aber vor: LG Stuttgart, Beschl. v. 28.2.2017, Az. 22 AR 1/17 Kap, Rn. 177 ff., WM 2017, 1451; Veil/Brüggermeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17 ff.; Sajnovits, WM 2016, 765 ff.; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 327 ff.

<sup>58</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 51; Ekkenga, NZG 2013, 1081, 1085; Veil/Brüggermeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 17 unter Verweis auf EuGH, Urt. v. 22.11.2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, Rn. 44 ff. – Grøngaard, NJW 2006, 133.

<sup>59</sup> Ekkenga, NZG 2013, 1081, 1085.

<sup>60</sup> Ihrig, ZHR 181 (2017), 381, 390.

<sup>61</sup> Ihrig, ZHR 181 (2017), 381, 390, 494 ff.

<sup>62</sup> OLG Braunschweig, Az. 3 Kap 1/16.

<sup>63</sup> <https://www.zeit.de/news/2019-03/25/daempfer-fuer-vw-im-musterverfahren-gericht-staerkt-klage-190325-99-530968>.

sollte. Daher stelle zum einen die Organisationsherrschaft des Emittenten eine Schranke für die Wissenszurechnung dar.<sup>64</sup> Zum anderen würden sich Schranken aus der Verschwiegenheitspflicht von Organmitgliedern, dem Persönlichkeitsrecht von Mitarbeitern und dem *Nemo-Tenetur*-Grundsatz ergeben.<sup>65</sup>

Vor allem aber wird die Wissenszurechnung nach einigen Stimmen unter Verweis auf die Rechtsprechung des BGH zum Kaufmängelgewährleistungsrecht<sup>66</sup> mit Maßstäben der Wissensorganisation unterlegt und soll damit auch im kapitalmarktrechtlichen Kontext mit Compliance-Pflichten ausgefüllt werden.<sup>67</sup> In seinen Entscheidungen zum Kaufmängelgewährleistungsrecht hatte der BGH darüber zu befinden, inwieweit sich eine juristische Person auf den kenntnisabhängigen Gewährleistungsausschluss im deutschen Kaufrecht berufen kann. Als es um die Frage ging, unter welchen Voraussetzungen die juristische Person von dem Mangel Kenntnis hatte, führte der BGH aus, dass eine am Rechtsverkehr teilnehmende Organisation wegen der berechtigten Erwartungen des Rechtsverkehrs so organisiert sein muss, dass Informationen, deren Relevanz für andere Personen innerhalb dieser Organisation bei den konkret Wissenden erkennbar ist, tatsächlich an jene Personen weitergegeben werden („Informationsweiterleitungspflicht als Problem der Wissenszurechnung“). Umgekehrt müsse sichergestellt sein, dass gegebenenfalls nach erkennbar anderswo innerhalb der Organisation vorhandenen und für den eigenen Bereich wesentlichen Informationen nachgefragt werde („Informationsabfragepflicht als Problem des Wissens“).<sup>68</sup> Für eine Wissenszurechnung komme es demnach auf all diejenigen Informationen an, die „typischerweise aktenmäßig festgehalten“ würden.<sup>69</sup> Eine solche Wissensorganisationspflicht rechtfertigt der BGH insbesondere damit, dass der Vertragspartner einer Gesellschaft infolge ihrer arbeitsteiligen Wissensaufspaltung nicht schlechter stehen darf als derjenige einer Einzelperson („Gleichstellungsargument“).<sup>70</sup>

Die Rechtsfolge solcher Wissensorganisationspflichten sei dabei stets, dass so getan werde, als habe die juristische Person von dem infrage stehenden Umstand Kenntnis, und zwar unabhängig davon, ob der Betrieb in der vorgegebenen Weise

<sup>64</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 390, 491 f.

<sup>65</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 390, 496 ff. Vgl. dazu auch *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 70 ff.

<sup>66</sup> Vgl. etwa BGHZ 109, 327, 331; 132, 30, 35 unter Verweis auf *Medicus*, *Karlsruher Forum* 1994, S. 4 ff. und *Taupitz*, *Karlsruher Forum* 1994, S. 16 ff.

<sup>67</sup> *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG, S. 217, 228 f.; *Kumpan/Grütze*, in: *Schwark/Zimmer*, KMRK, Art. 17 (EU) VO Nr. 596/2014 Rn. 86 ff.; *Leyens*, ZGR 2020, 256, 273; *Sajnovits*, WM 2016, 765 ff.

<sup>68</sup> BGHZ 132, 30, 37.

<sup>69</sup> BGHZ 132, 30, 35; *Bohrer*, DNotZ 1991, 124, 129 f.

<sup>70</sup> BGHZ 109, 327, 332; 117, 104, 108; 132, 30, 35, 37; 135, 202, 205; vgl. aus dem Schrifttum statt vieler *Medicus*, *Karlsruher Forum* 1994, S. 4, 11; *Grunewald*, in: FS Beusch, S. 301, 304 ff.; kritisch bereits *Koller*, JZ 1998, 75, 77 ff.; eingehend § 9 D. III.



organisiert wurde oder nicht:<sup>71</sup> Wurde der Informationstransfer ordnungsgemäß organisiert, hat die Gesellschaft Kenntnis; wurde der Informationstransfer nicht ordnungsgemäß organisiert, wird das Wissen der Gesellschaft fingiert, weil sie die Organisationsanforderungen nicht eingehalten hat. Die Gesellschaft wird nur dann nicht als wissend behandelt, wenn die Information auch bei ordnungsgemäßer Organisation nicht hätte abgefragt und an die zuständige Stelle weitergeleitet werden können.<sup>72</sup> Die Anknüpfung an Wissensorganisationspflichten zeigt also, dass nicht alle Auffassungen, die das Wissen des Emittenten voraussetzen, auch verlangen, dass sich die Information bei der zuständigen Stelle innerhalb des Unternehmens befindet. Denn sie behandeln auch solche Informationen als Wissen des Emittenten, die mithilfe bestimmter Verhaltensweisen an die zuständige Stelle herangetragen werden müssen.

Während dieser Zurechnungsmaßstab teilweise vollumfänglich auf die Ad-Hoc-Publizität angewandt wird,<sup>73</sup> erfahren die Wissensorganisationspflichten nach anderen Autoren auch einige Modifikationen. So sehen Veil und Brüggemeier lediglich die Informationsweiterleitung, nicht aber die Informationsabfrage von der von ihnen befürworteten Ad-Hoc-Compliance erfasst. Sie begründen die getroffene Einschränkung damit, dass der Emittent andernfalls zu „unverhältnismäßigem Aufwand“ verpflichtet wäre, der „in keinem Verhältnis zum Ertrag stünde“.<sup>74</sup> Assmann zieht die Grenzen der Wissensorganisationspflicht noch enger, indem er unter Vornahme einer „normorientierten Zurechnung“ und unter Verweis auf den Emittentenleitfaden der BaFin<sup>75</sup> lediglich eine Instruktionspflicht der Mitarbeiter als Bestandteil der Compliance-Organisation ansieht.<sup>76</sup> Auch bei Ihrig klingt der Organisationsgedanke an, wenn er in Bezug auf nachgeordnete Mitarbeiter von einer „Compliance-Organisation“ spricht, „die das Erkennen und den Transfer von gegebenenfalls insiderrlevanten Informationen“ gewährleisten soll.<sup>77</sup>

Demgegenüber wird von anderen Autoren in gänzlicher Absage an mitgliedstaatliche Zurechnungsmechanismen und an ihre Ausweitung auf Wissensorganisationspflichten, die sie in einzelnen Teilbereichen der nationalen Zivilrechtsdog-

<sup>71</sup> Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 208.

<sup>72</sup> Armbrüster/Kosich, ZIP 2020, 1494, 1497.

<sup>73</sup> Buck-Heeb, CCZ 2009, 18, 22; Kumpan/Grütze, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 (EU) VO Nr. 596/2014 Rn. 86 ff.; Sajnovits, WM 2016, 765, 768; Wilken/Hagemann, BB 2016, 67, 70: „Die allgemein durch die Rechtsprechung erarbeiteten Grundsätze der Wissensaufspaltung in arbeitsteiligen Organisationen rücken den Verkehrsschutz in den Vordergrund“.

<sup>74</sup> Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 20 mit Fn. 44.

<sup>75</sup> Konkret auf BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 70: „Wenn die Insiderinformation an einer Stelle des Unternehmens entsteht, die nicht berechtigt ist, über die Veröffentlichung zu entscheiden, muss durch die unternehmensinterne Organisation sichergestellt sein, dass die Information unverzüglich einer entscheidungsberechtigten Person oder Gremium zugeleitet wird“; jetzt BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 33.

<sup>76</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 54.

<sup>77</sup> Ihrig, ZHR 181 (2017), 381, 390, 409.



matik erfahren haben, eine Auslegung vorgeschlagen, die sich einzig an dem Normzweck des Art. 17 Abs. 1 MAR und seiner systematischen Einbettung in das sekundärrechtliche Normgefüge orientiert. So fragt etwa J. Koch danach, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach dem Willen des Verordnungsgebers eine Veröffentlichungs- oder eine Wissensorganisationspflicht ist; denn die „Frage nach der Wissenszurechnung“ sei „identisch mit der Frage nach dem Normzweck“.<sup>78</sup> Insbesondere der systematische Zusammenhang zu der Selbstbefreiungsmöglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 MAR spreche dafür, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst zu einem Zeitpunkt entstehen zu lassen, in dem zumindest ein Vorstandsmitglied von der Insiderinformation wisse.<sup>79</sup> Denn nur unternehmensangehörige Personen, die Führungsaufgaben übernehmen würden, seien in der Lage, eine Insiderinformation als solche zu identifizieren. Hierzu sei nämlich eine im jeweiligen Einzelfall umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte vorzunehmen.<sup>80</sup> Ähnlich stellen Merkner, Sustmann und Retsch auf das Wissen der Führungsebene ab, das nach Aussagen der BaFin im neuen Emittentenleitfaden<sup>81</sup> für eine Plausibilisierung von insiderrelevanten Geschäftszahlen durch den Vorstand notwendig sei.<sup>82</sup>

## B. Kenntnisunabhängigkeit der Ad-Hoc-Publizität

### I. Objektiver Ansatz

Gegen das Kenntniserfordernis wenden sich Stimmen, die die in Art. 17 Abs. 1 MAR normierte Bekanntgabepflicht entweder bereits objektiv mit dem Vorliegen einer den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformation entstehen lassen wollen<sup>83</sup> oder die Ad-Hoc-Publizitätspflicht durch andere Maßstäbe als die positive

<sup>78</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 279; s. auch Grigoleit, in: Grigoleit, AktG, § 78 Rn. 47 ff.

<sup>79</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 279 ff.; dem folgend Fiedler/Seibt, in: Rübenstahl/Hahn/Voet van Vormizee, Kartell Compliance, Kap. 21 Rn. 11.

<sup>80</sup> Unter Verweis auf EuGH, Urt. v. 28.6.2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, Rn. 45 – Geltl, NJW 2012, 2787. So auch Di Noia/Gargantini, ECFR 2012, 484, 494: „if and only if the bodies bearing such responsibility are aware of the information the issuer may disseminate news according to the MAD implementing measures“.

<sup>81</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 15 ff.

<sup>82</sup> Merkner/Sustmann/Retsch, AG 2019, 621, 632.

<sup>83</sup> Braun, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, § 8 Rn. 47; Behn, Ad-hoc-Publizität, S. 119; Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87 ff., 107 ff., 111 ff.; Hellgardt, DB 2012, 673, 675 ff.; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105; Klöhn, NZG 2017, 1285 ff.; Neumann, Wissenszurechnung, S. 151 f.; Nietsch, ZIP 2018, 1421, 1427; Kumpen/Misterek, ZBB 2020, 10, 16; F.A. Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, § 15 Rn. 20; Voß, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, § 15 Rn. 93; s. auch Gaßner, Ad-hoc-Publizität, S. 112 f., der dennoch eine Wissenszurechnung fordert; schließlich auch Poelzig, in: EBJS, Art. 17 Marktmissbrauchs-VO Rn. 15 f., die *de lege lata* ein Kenntniserfordernis verneint, dies jedoch angesichts der strengen Sanktionen rechtspolitisch für verfehlt hält.

Kenntnis zu begrenzen suchen, wie etwa durch ein Wissenmüssen, das als (grob) fahrlässige Unkenntnis von der Insiderinformation aufgefasst wird.<sup>84</sup>

Hauptvertreter des objektiven Ansatzes sind Klöhn und Hellgardt, die Folgen und Begründung umfassend herausgearbeitet haben.<sup>85</sup> Nach Klöhn entsteht die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht erst in dem Zeitpunkt, in dem der Emittent von der relevanten Information Kenntnis erlangt. Sie setze vielmehr in einem früheren Stadium ein, in dem es dem Emittenten mithilfe einer erforderlichen und zumutbaren Unternehmensorganisation möglich gewesen sei, die relevante Information aufzusuchen und unternehmensintern weiterzuleiten, um auf diese Weise ihre Bekanntgabe zu realisieren.<sup>86</sup> Da der Veröffentlichungspflicht eine Beschaffungs- und Organisationspflicht vorgehe, müsse der Emittent Insiderinformationen nicht nur bekannt geben, sondern potenziell ad-hoc-pflichtige Informationen ermitteln, innerhalb des Unternehmens weiterleiten sowie gegebenenfalls aufbewahren (speichern) und auf ihre Insiderrelevanz untersuchen, um sie schließlich zu veröffentlichen. Gesprochen wird insoweit von einer „Compliance-Dimension“ der Ad-Hoc-Publizität. Das Fehlen eines subjektiven Elements ergebe sich insbesondere aus dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR, der nicht in einer etwa den Art. 8, Art. 10 MAR vergleichbaren Ausdrücklichkeit vorgebe, dass der Emittent über die Insiderinformation „verfügen“ müsse.<sup>87</sup>

Klöhn zufolge kommt es daher nicht auf eine Zurechnung von Wissen an.<sup>88</sup> Grund und Grenzen der Pflichten des Emittenten würden sich vielmehr aus den Voraussetzungen der „unmittelbaren Betroffenheit“ (sog. Informationsebene) und der „Unverzüglichkeit“ (sog. Emittentenebene) ergeben. Durch das Tatbestandsmerkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ werde der Emittent im Vergleich zu den Anlegern zum sog. *least cost information seeker*, da ihm bei der Suche nach emittentenspezifischen Insiderinformationen ein komparativer Kostenvorteil gegenüber den Anlegern zukomme.<sup>89</sup> Die auf diese Weise erreichte Effizienz der Informationsbeschaffung rechtfertige es, auf ein Wissenserfordernis zu verzichten.

---

<sup>84</sup> Pfüller, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 328; Habersack, DB 2016, 1551, 1555; Sajnovits, WM 2016, 765 ff.

<sup>85</sup> Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87 ff., 107 ff., 111 ff.; Hellgardt, DB 2012, 673, 675 ff.; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105 ff.; Klöhn, NZG 2017, 1285 ff.

<sup>86</sup> Vgl. dazu und zum Folgenden Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105 ff.; Klöhn, NZG 2017, 1285 ff. S. auch Neumann, Wissenszurechnung, S. 152 ff.

<sup>87</sup> Ebenso Poelzig/Strobel, JURA 2020, 1082, 1086.

<sup>88</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285, 1292: „Die Wissenszurechnung spielt im neuen Recht der Ad-hoc-Publizität keine Rolle“. Eine Wissenszurechnung trotz Verneinung des Wissenserfordernisses nehmen aber vor: LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 177 ff.; Gäßner, Ad-hoc-Publizität, S. 112 f.; Sajnovits, WM 2016, 765 ff.; Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 23; s. auch Pfüller, in Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 329, der zumindest die grob fahrlässige Unkenntnis verlangt.

<sup>89</sup> Vgl. eingehend Klöhn, WM 2010, 1869, 1878.

Im Unterschied zu der Interpretation der Ad-Hoc-Publizität als einer kenntnis-abhängigen Veröffentlichungspflicht bezieht sich das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ nach Klöhn sowohl auf den Prozess der Informationsentäußerung als auch auf jenen der Informationsbeschaffung und -organisation.<sup>90</sup> Vorausgesetzt sei ein fehlendes „schuldhaftes Zögern“,<sup>91</sup> das aber kein Verschuldenselement, sondern eine „Konkretisierung des Pflichteninhalts“ ausdrücke. Schuldhaft sei ein Zögern demnach ab dem Zeitpunkt, in dem die Veröffentlichung möglich gewesen wäre, hätte der Emittent alle dafür erforderlichen und zumutbaren Vorkehrungen getroffen. Dies sei immer dann der Fall, wenn die zusätzlichen Kosten für den Emittenten niedriger seien als der zusätzliche Nutzen für das Informationsinteresse des Marktes.

Um die Pflichten auszubuchstabieren, die in die Voraussetzung der „Unverzüglichkeit“ hineinzulesen sind, nimmt Klöhn auf die vom BGH entwickelten Wissensorganisationspflichten Bezug.<sup>92</sup> Dabei überträgt er sie zwar nicht als solche auf Art. 17 Abs. 1 MAR, der unionsrechtlich autonom auszulegen sei, jedoch stellt er fest, dass dies „exakt [...] die Pflichten [sind], die sich schon aus Art. 17 Abs. 1 MAR ergeben“.<sup>93</sup> Im Ergebnis bedeutet die Auslegung Klöhns, dass die Wissensorganisationspflicht des Emittenten nicht auf Insiderinformationen beschränkt ist, die sich bereits an irgendeiner Stelle im Unternehmen befinden. Vielmehr beziehe sich die Ad-Hoc-Publizitätspflicht im Ausgangspunkt auch auf solche Umstände, die sich außerhalb der Korporation ereignen würden. Obwohl Klöhn also, wie etwa Veil und Brüggemeier, Ihrig oder Assmann, ebenfalls die Begriffe der „Wissensorganisation“ oder der „Compliance-Pflicht“ verwendet, misst er diesen Umschreibungen einen weitergehenden Inhalt bei, da er die Organisationsaufforderungen auch auf Informationsbeschaffungspflichten des Emittenten ausweitet. Insoweit werden die Begriffe der „Wissensorganisation“ bzw. der „Compliance-Pflichten“ mit unterschiedlichen Inhalten aufgefüllt.

Noch weiter interpretiert Hellgardt die mit der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR verbundenen Anforderungen unter Verweis auf die *IKB*-Rechtsprechung des BGH.<sup>94</sup> Nach Hellgardt soll der Emittent nicht einmal dadurch entlastet werden, dass er Organisationspflichten eingehalten hat.<sup>95</sup> Es sei einzig entscheidend, ob dem Emittenten eine Veröffentlichung objektiv möglich war. Daher treffe den Emittenten eine Informationsbeschaffungspflicht, die sowohl dann bestehe, wenn irgendein Mitarbeiter des Unternehmens von der Insiderinformation wisse, als auch dann, wenn eine sich außerhalb des Emittenten befindliche Information für ir-

<sup>90</sup> Vgl. auch *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 15: „doppelfunktionales Merkmal“; *Poelzig*, in: EBJS, Art. 17 Marktmissbrauchs-VO Rn. 17.

<sup>91</sup> *Klöhn*, AG 2016, 423, 430.

<sup>92</sup> Vgl. dazu bereits § 2 B. I.

<sup>93</sup> *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 113.

<sup>94</sup> BGHZ 192, 90 – IKB.

<sup>95</sup> Vgl. hierzu und zum Folgenden *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87 ff., 107 ff., 117 ff.; *Hellgardt*, DB 2012, 673, 675 f.

gendeinen Mitarbeiter beschaffbar sei. Eine Entlastung dadurch, dass der Emittent Organisationspflichten eingehalten habe, könne insbesondere nicht in das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ hineingelesen werden. Der Gesamtheit der Sprachfassungen der MAR sei nämlich zu entnehmen, dass damit einzig die Rechtzeitigkeit und die Möglichkeit einer Veröffentlichung geregelt werde. Daher sei die Einrichtung einer Compliance-Organisation zwar „unerlässlich“, führe aber „als solche nicht zu einer Entlastung des Emittenten“. Diese weitgehende Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR werde durch die Schadensersatzhaftung gem. § 97 WpHG nur wenig relativiert. Die Schadensersatzhaftung sei nämlich unionsrechtlich vorgegeben. Demnach ergebe sich aus dem Effektivitätsgebot, dass „bei Bejahung eines pflichtwidrigen Verstoßes gegen Art. 17 [MAR] auch grobe Fahrlässigkeit oder Vorsatz“ vorliege.<sup>96</sup>

## II. Wissenmüssen bzw. (grob) fahrlässige Unkenntnis

Zudem existieren Ansätze, die die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten zu einem Zeitpunkt entstehen lassen wollen, in dem er von dem kursrelevanten Umstand hätte wissen müssen, das heißt ihn (grob) fahrlässig nicht kannte.<sup>97</sup> Insoweit wird scheinbar ein Mittelweg zwischen denjenigen Auffassungen gewählt, die ausschließlich auf die positive Kenntnis abstellen, und jenen, die die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits objektiv entstehen lassen wollen. In der konkreten Anwendung wird aber – wie teilweise das positive Wissen des Emittenten – auch der Pflichteninhalt des Wissenmüssens bzw. der (grob) fahrlässigen Unkenntnis des Emittenten unter Rekurs auf Organisationspflichten ausgefüllt. Ein Unternehmen müsse von der Insiderinformation wissen, wenn es „durch geeignete Maßnahmen“ wie der Informationsweiterleitung, Informationsspeicherung und Informationsabfrage sicherstellen könne, „dass Informationen unverzüglich an verantwortliche Stellen weitergeleitet werden“.<sup>98</sup> Dazu wird ebenfalls auf die im Vertragsrecht entwickelte Rechtsprechung des BGH verwiesen, die zu „allgemeinen Maßstäben für die Wissenszurechnung bei juristischen Personen“ erhoben wird.<sup>99</sup> Hergeleitet wird die Voraussetzung des Wissenmüssens zum einen aus dem Erfordernis der „Unverzüglichkeit“.<sup>100</sup> Zum anderen wird sie damit begründet, dass die Schadensersatzhaftung des § 97 WpHG (§ 37b WpHG a.F.) auf die grobe Fahrlässigkeit abstelle,

<sup>96</sup> In diese Richtung auch *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 117 f.

<sup>97</sup> *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 328 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2042.

<sup>98</sup> *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 330; vgl. auch *Breuer*, Wissen, S. 85 ff.

<sup>99</sup> *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17; so auch *Ihrig/Schäfer*, in: *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, § 24 Rn. 709b, hierbei aber ausgehend von einem Kenntniserfordernis.

<sup>100</sup> *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 326 ff.; *Breuer*, Wissen, S. 27.

woraus derselbe Haftungsmaßstab auch für Art. 17 Abs. 1 MAR (§ 15 WpHG a. F.) folgen müsse.<sup>101</sup>

### C. Verlagerung auf nationale Ebene

Einen normhierarchisch anders geebneten Weg schlagen etwa Thomale und Nietsch ein, indem sie Art. 17 Abs. 1 MAR – im Ausgangspunkt ähnlich wie Hellgardt – objektiv auslegen, dafür aber – anders als Hellgardt – weitergehende Filter in den nationalen Tatbeständen erblicken wollen, die an eine Verletzung des Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfen.

So sieht Thomale erst im Rahmen des § 97 WpHG grundsätzlich die Kenntnis der gesamten Führungsebene als erforderlich an, um eine Schadensersatzhaftung des Emittenten zu begründen.<sup>102</sup> Das Wissenserfordernis im Rahmen des § 97 Abs. 1 WpHG folge aus dem Wortlaut der Vorschrift, die auf eine „Mitteilung“ abstelle. Diese stehe in einem „spiegelbildlichen“ Verhältnis zum Haftungsausschluss nach § 97 Abs. 3 WpHG, der bei positiver Kenntnis des Anlegers eingreife. Zudem sei das vom BGH im Rahmen der Wissenszurechnung aufgegriffene Gleichstellungsargument<sup>103</sup> kontextabhängig auch im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität anzuwenden. Dies führe dazu, dass der Emittent erst dann von einer Insiderinformation wisse, wenn die Führungsebene von ihr mitbekomme. Obwohl das Gleichstellungsargument ursprünglich im vertraglichen Kontext verankert sei, führe es auch innerhalb des nach Thomale deliktsrechtlich zu qualifizierenden § 97 WpHG dazu, dass den Emittenten keine Wissensorganisationspflichten treffen würden. Daher verlange eine zivilrechtliche Schadensersatzhaftung, dass entweder die gesamte Führungsebene Kenntnis von dem infrage stehenden Umstand habe oder aber das sog. „faktische Wissensorgan“, das heißt eine Person bzw. Stelle, die unternehmensintern mit der Handhabung von Insiderinformationen betraut sei, von dem relevanten Ereignis wisse.

Dagegen will Nietsch unter Rekurs auf den Haftungsmaßstab der groben Fahrlässigkeit (§ 97 Abs. 2 WpHG) „insiderinformationsbezogene Wissensorganisationspflichten“ herleiten, wobei es noch „weiterer Überlegungen“ bedürfe, welches Ausmaß eine solche Informations-Compliance annehmen soll.<sup>104</sup> Dabei sei nicht ausgeschlossen, dem Emittenten Informationsorganisationspflichten auch außerhalb des eigenen Geschäftsbereichs aufzugeben, sodass die Auffassungen von Nietsch und Klöhn sich im Ergebnis ähneln, soweit es um die zivilrechtliche Haftung des

<sup>101</sup> *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555.

<sup>102</sup> Vgl. dazu und zum Folgenden *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 42 ff., S. 46 ff., S. 76 ff., S. 110 ff.; *Thomale*, NZG 2018, 1007, 1008 ff.; *Thomale*, AG 2019, 189 ff. Dem folgend *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 68 ff., der aber anders als *Thomale* davon ausgeht, dass gleichzeitig auch Art. 17 Abs. 1 MAR die positive Kenntnis des Emittenten voraussetzt.

<sup>103</sup> BGHZ 132, 30, 35, 37; vgl. bereits § 2 A. II.; eingehend § 9 D. III.

<sup>104</sup> Vgl. dazu und zum Folgenden *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427 ff.

Emittenten geht. Anders soll es sich nach Nietsch aber im Rahmen der sanktionsrechtlichen Anknüpfung des § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG verhalten. Soweit es dabei um die Begründung einer Emittentenhaftung wegen Vorsatzes gehe, sei nicht die Wissenszurechnung im zivilrechtlichen Sinne, sondern die organschaftliche Verbandstäterschaft nach den Regeln des Ordnungswidrigkeitenrechts relevant. Dies laufe darauf hinaus, dass einer der in § 30 Abs. 1 Nr. 1–5 OWiG genannten Repräsentanten positive Kenntnis von der Insiderinformation haben müsse. Dies gelte auch im Hinblick auf das subjektive Merkmal der „Leichtfertigkeit“, da sanktionsrechtlich kein Organisationsverschulden des Verbandes hergeleitet werden könne.

### § 3 Vergleich und praktische Implikationen

#### A. Omnipräsenz der „Wissenszurechnung“ als „Wissensorganisation“

Um herauszufinden, welche konkreten Anforderungen die einzelnen Auffassungen an den Emittenten im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität stellen, lohnt es sich, das vorstehend erläuterte Meinungsbild nach seinen praktischen Folgen zu kategorisieren.

Bemerkenswert ist, dass das Instrument der „Wissens“-Zurechnung nicht nur von Vertretern eines Wissenserfordernisses beansprucht wird. Teilweise soll es auch dann zum Einsatz kommen, wenn es darum geht, einen Tatbestand auszufüllen, der nach der eigenen Auffassung nicht einmal die Kenntnis des Emittenten voraussetzt.<sup>105</sup> Dies kann zunächst damit erklärt werden, dass sich alle Auffassungen wohl darauf verständigen können, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht jedenfalls dann entsteht, wenn ein Wissen des Emittenten konstruiert werden kann. Die positive Kenntnis stellt nämlich ein „Mehr“ zu einem bloßen Wissenmüssen und erst recht zu jeglicher objektiven Interpretation der Ad-Hoc-Publizität dar.<sup>106</sup> Daher dürften bei Vorliegen der positiven Kenntnis jedenfalls auch die weniger voraussetzungsreichen Kriterien des Wissenmüssens oder der objektiven Auslegung erfüllt sein.<sup>107</sup>

Während dabei noch die grundsätzliche Unterscheidung zwischen dem Wissen, dem Wissenmüssen und einer objektiven Interpretation der Ad-Hoc-Publizität an-

<sup>105</sup> Eine „Wissenszurechnung“ trotz Verneinung des Wissenserfordernisses nehmen etwa vor: LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 177 ff.; *Veil/Brüggermeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 17 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765 ff.; *Pfüller*, in Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 327 ff.

<sup>106</sup> *Breuer*, Wissen, S. 34 f.

<sup>107</sup> Vgl. zu dieser Argumentation aus Klägersicht *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 111. Vgl. auch *Hansen*, in: Ventrizzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.8.145: „the standard of ought to have known [...] requires a less onerous burden of proof and will be sufficient to determine violations of the Market Abuse Regulation“.

erkannt wird, zeichnet sich im Umgang mit dem Wissen einer juristischen Person eine Tendenz ab, die unter Rekurs auf organisatorische Vorgaben eine Brücke zum Wissenmüssen und zur objektiven Interpretation der Ad-Hoc-Publizität schlägt.<sup>108</sup> Denn wie gesehen wird der Begriff des „Wissens“ im Zusammenhang mit juristischen Personen von einigen Vertretern des Kenntniserfordernisses mit Maßstäben der Wissensorganisation aufgefüllt.<sup>109</sup> Organisatorische Vorgaben sind aber auch den Auffassungen nicht fremd, die an ein Wissenmüssen anknüpfen.<sup>110</sup> Wer demnach annimmt, dass die vom BGH aufgestellten organisatorischen Anforderungen zum Zwecke einer „Wissenszurechnung“ auch vorzugeben geeignet sind, was zu einem Wissenmüssen einer juristischen Person zu zählen ist, kann nicht nur das Tatbestandsmerkmal der „Kenntnis“, sondern auch jenes des „Kennenmüssens“ mithilfe von Maßstäben der „Wissenszurechnung“ ausfüllen.<sup>111</sup>

Und wer eine objektive Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR favorisiert, die so geforderten Pflichten aber ebenfalls als Organisationspflichten auffasst, ist von dem subjektiven Kriterium des als Wissensorganisation aufgefassten Wissens oder des Wissenmüssens ebenfalls nicht weit entfernt.<sup>112</sup> So postuliert Klöhn zwar eine „Irrelevanz der Wissenszurechnung“, nimmt aber zum einen auf Organisationspflichten Bezug, die nach seiner eigenen Aussage den Maßstäben gleichen sollen, die der BGH im Zusammenhang mit der Wissenszurechnung bei juristischen Personen entwickelt hat.<sup>113</sup> Zum anderen stellt er auf Elemente des Wissenmüssens, dh der fahrlässigen Unkenntnis ab, wenn er Arten von Insiderinformationen schildert, hinsichtlich derer dem Emittenten „in aller Regel kein *Fahrlässigkeitsvorwurf*“ gemacht werden könne, wenn er sie nicht beschafft habe.<sup>114</sup>

Dementsprechend stützen sich all jene Ansichten, die die Ad-Hoc-Publizität in irgendeiner Weise mit Organisationsvorgaben aufladen – sei es als Wissen, Wissenmüssen oder in Form der objektiven Auslegung – weitgehend auf dieselben Begründungsmuster: Erstens soll die Ad-Hoc-Publizitätspflicht frühestmöglich

<sup>108</sup> Zu diesem Befund auch K. Roth, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 188.

<sup>109</sup> Vgl. etwa Kumpan/Grütze, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 (EU) VO Nr. 596/2014 Rn. 86 ff.; Sajnovits, WM 2016, 765, 768.

<sup>110</sup> So auch die Aussage Klöhns über diese Auffassungen, vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 115: „In diesen Fällen geht es bei Lichte betrachtet nicht um Fragen des Wissens, sondern des *Wissenmüssens*“ (Hervorhebung im Text).

<sup>111</sup> Sajnovits, WM 2016, 765, 767: „Diese auf Pflichtverletzungen basierende Zurechnungslehre führt jedenfalls im Ergebnis zu einem Gleichlauf zwischen Wissen und Wissenmüssen“; Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, §§ 37b/c Rn. 178.

<sup>112</sup> Dieser Befund auch bei Buck-Heeb, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 91.

<sup>113</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 113.

<sup>114</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 121 (Hervorhebung durch Verfasser).



entstehen,<sup>115</sup> zweitens soll dem Emittenten der Anreiz genommen werden, sich vor unliebsamen Informationen abzuschirmen.<sup>116</sup>

## B. Unterschiede zwischen den Auffassungen

Zudem weisen die geschilderten Auffassungen Unterschiede auf, die sich auf die konkreten Anforderungen an den Emittenten auswirken. Betrachtet man zunächst diejenigen Ansichten, die in irgendeiner Weise auf Compliance-Vorgaben Bezug nehmen, unterscheiden sich die eigens aufgestellten Organisationsanforderungen in ihrer Reichweite. So soll entweder nur die Instruktionspflicht<sup>117</sup> oder nur die Informationsweiterleitung<sup>118</sup> bzw. zusätzlich auch die Informationsabfrage<sup>119</sup> oder sogar die Informationsbeschaffung von außen<sup>120</sup> von der Organisationspflicht des Emittenten umfasst sein. Daher spielen Organisationspflichten nicht nur dann eine Rolle, wenn es um die Frage geht, ob der Emittent Insiderinformationen auffinden muss, die noch keinem Mitarbeiter bekannt sind. Organisationspflichten sind auch in Konstellationen relevant, in denen darüber zu befinden ist, ob der Emittent Informationen speichern, weiterleiten oder abfragen muss, von denen bereits irgendein – auch unzuständiger – Mitarbeiter innerhalb des Emittenten weiß.

Von solchen Organisationspflichten distanzieren sich diejenigen Auffassungen, die das Wissen des Emittenten mit keinerlei Compliance-Vorgaben verbinden, sondern – ähnlich dem Wissen von natürlichen Personen – als Zustand auffassen, der nur dann erfüllt sei, wenn die Mitglieder des Leitungsorgans von der Insiderinformation positive Kenntnis hätten.<sup>121</sup> Je mehr das Wissen einer juristischen Person als ein Zustand der Führungsebene aufgefasst wird, desto mehr entfernt man sich von den Auffassungen, die die Ad-Hoc-Publizität mit Organisationspflichten in Verbindung bringen. Und je mehr das Wissen einer juristischen Person als Verhaltensvorgabe zur Kollektivierung von Informationen begriffen wird, desto mehr näh-

<sup>115</sup> Als Vertreter einer Wissenszurechnung durch Wissensorganisation *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 (EU) VO Nr. 596/2014 Rn. 86; *Leyens*, ZGR 2020, 256, 273: „Wissensorganisation bis hin zur Mitarbeiterebene“. Als Vertreter der Informationsbeschaffungspflicht durch Organisation *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 68.

<sup>116</sup> Als Vertreter der Wissenszurechnung als Wissensorganisation *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 22; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 124; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 (EU) VO Nr. 596/2014 Rn. 86 ff. Als Vertreter des Wissenmüssens *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 329. Als Vertreter der Informationsbeschaffungspflicht durch Organisation *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16.

<sup>117</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 54.

<sup>118</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 20 mit Fn. 44.

<sup>119</sup> *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 22; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 (EU) VO Nr. 596/2014 Rn. 86 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 768.

<sup>120</sup> *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105 ff.

<sup>121</sup> So etwa *J. Koch*, AG 2019, 273 ff. und *Ekkenga*, NZG 2013, 1081 ff.



hert man sich den Organisationspflichten. Da Organisationspflichten im Falle des Wissens, des Wissenmüssens und auch bei der objektiven Interpretation als Maßstab für das Pflichtenprogramm des Emittenten herangezogen werden, verschwimmen konsequenterweise die Unterschiede zwischen diesen Kategorien.

Schließlich gibt es Auffassungen, die das Wissen einer juristischen Person zwar als Zustand begreifen, diesen Zustand aber nicht nur dann als erfüllt ansehen, wenn Mitglieder der Führungsebene positive Kenntnis haben, sondern auch dann, wenn nachgeordnete Mitarbeiter oder auch Mitglieder des Aufsichtsrats von der infrage stehenden Information wissen.<sup>122</sup> Im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR steht dieser Ansatz aber den Auffassungen sehr nahe, die die Ad-Hoc-Publizität als Organisationspflicht begreifen. Der Grund hierfür liegt darin, dass regelmäßige Führungsebene dafür zuständig ist, Insiderinformationen bekanntzugeben.<sup>123</sup> Wenn dabei das Wissen nachgeordneter Mitarbeiter oder der Mitglieder des Aufsichtsrats als Wissen des Emittenten aufgefasst wird, entsteht die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in dem Moment, in dem ebendiese Personen, nicht aber zwingend die Mitglieder der Führungsebene von der Insiderinformation Kenntnis erlangen. Deshalb trifft den Emittenten bereits in diesem Zeitpunkt die Pflicht, dafür zu sorgen, dass die Insiderinformation veröffentlicht wird. Dazu muss sie von den nachgeordneten Mitarbeitern oder dem Aufsichtsrat an den Vorstand weitergeleitet oder von diesem abgefragt, das heißt unternehmensintern organisiert werden.<sup>124</sup>

Dadurch kommt zum Ausdruck, dass ein etwaiges Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR an sich noch nicht viel darüber aussagt, welchen Pflichten der Emittent im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität im Einzelnen ausgesetzt ist. Vielmehr kommt es darauf an, mit welchem Inhalt man ein solches Kenntniserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ausfüllt. Gleichzeitig kann jedoch festgehalten werden, dass für Organisationspflichten kein Raum ist, wenn man für die Zwecke des Art. 17 Abs. 1 MAR fordert, dass der Emittent von der Insiderinformation Kenntnis hat und diese Voraussetzung nur dann als erfüllt ansieht, wenn das Führungsorgan von der Insiderinformation weiß. Damit ist ein etwaiges Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR zwar für sich genommen *nicht hinreichend* aussagekräftig, um an ihm abzulesen zu können, welche Pflichten den Emittenten im Umgang mit Insiderinformationen erwarten. Jedoch bildet es eine *notwendige* Stellschraube, wenn Art. 17 Abs. 1 MAR nicht mit Organisationspflichten in Verbindung gebracht werden soll.

<sup>122</sup> In diese Richtung *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 386 ff. obwohl er auch auf Organisationspflichten Bezug nimmt.

<sup>123</sup> Vgl. nur BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 33; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 54, 65; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 60; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 38.

<sup>124</sup> Vgl. auch *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287: Wer „die relativ enge Auslegung des Art. 17 MAR als „Wissensnorm“ durch eine relativ großzügige Anwendung der Wissenszurechnungsregeln ergänzt, [bejaht] letztlich sehr wohl eine Pflicht bzw. Obliegenheit des Emittenten zur Ermittlung potenziell ad-hoc-pflichtiger Sachverhalte“.

## C. Konzernbetrachtung

Schließlich ist der Umgang mit dem Kenntniserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR für Konzernsverhalte bedeutsam, die als solche erst die Diskussion über die Voraussetzung des Emittentenwissens initiiert haben.<sup>125</sup> So kann eine Insiderinformation, die sich innerhalb der Tochtergesellschaft befindet, potentiell auch für die Muttergesellschaft einen veröffentlichungspflichtigen Umstand darstellen, sofern er die Mutter unmittelbar betrifft (oder umgekehrt).<sup>126</sup> Damit steht und fällt die Frage nach der Bekanntgabepflicht der Muttergesellschaft mit der Handhabung des Wissenserfordernisses im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR.

Würde man sich der Auffassung Klöhns anschließen und die Ad-Hoc-Publizität als nach außen gerichtete Organisationspflicht interpretieren oder die Sichtweise Hellgardts einnehmen, indem man die Ad-Hoc-Publizitätspflicht einzig nach dem für den Emittenten Möglichen bestimmt, träfe das Mutterunternehmen grundsätzlich die Pflicht, die sich im Tochterunternehmen verortete Insiderinformation zu beschaffen und zu organisieren, um sie sodann selbst veröffentlichen zu können.<sup>127</sup> Würde man Art. 17 Abs. 1 MAR hingegen auf eine interne Wissensorganisation beschränken oder der Regelung überhaupt keinen Compliance-Charakter beimessen, bliebe der Weg über eine nach außen gerichtete Informationssuche versperrt. Einige Literaturstimmen zeigen aber, dass sich die grundsätzlich emittenteninterne Wissensorganisation ausnahmsweise auch auf eine konzernweite Organisationspflicht ausweiten kann, indem etwa auf die rechtlich durchsetzbare Leitungsmacht des Vorstands der Muttergesellschaft hinsichtlich einer abhängigen GmbH abgestellt wird.<sup>128</sup> Auf diesen Standpunkt scheint sich auch das LG Stuttgart in seinem Urteil vom 24.10.2018 zu stellen.<sup>129</sup> Danach treffe die Ad-Hoc-Publizitätspflicht den Emittenten „nicht bereits durch das Entstehen einer Insiderinformation bei [seiner] Tochtergesellschaft“. <sup>130</sup> Etwas anderes könne sich aber infolge einer „rechtsträgerübergreifenden Wissenszurechnung“ im Konzern ergeben, da eine ordnungsgemäße interne Kommunikation stets darauf gerichtet sei, das in einer Organisation vor-

<sup>125</sup> Vgl. dazu etwa *Buck-Heeb*, AG 2015, 801 ff.; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 123; *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 28, § 112 Rn. 7; *J. Koch*, ZIP 2015, 1757 ff.; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17 ff.; *Mader*, Der Konzern 2015, 476, 477 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 771; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 377; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 317, 321, 333; *Schwintowski*, ZIP 2015, 617 ff.; *Verse*, AG 2015, 413, 417; *Werner*, WM 2016, 1474 ff.

<sup>126</sup> Nach h. M. auch dann, wenn sowohl Mutter als auch Tochter in den Anwendungsbereich des Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR fallen, vgl. dazu etwa *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 95; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2034; a. A. *Möllers*, ZBB 2003, 390, 391; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215, 2217.

<sup>127</sup> Vgl. *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 132; so auch *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17 ff.

<sup>128</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 412; *Leyens*, ZGR 2020, 256, 273.

<sup>129</sup> LG Stuttgart ZBB 2020, 59.

<sup>130</sup> Vgl. dazu und zum Folgenden LG Stuttgart, Urt. v. 24.10.2018 – 22 O 101/16, juris Rn. 260 ff. (insoweit nicht in ZBB 2020, 59).

handene Wissen weiterzuleiten oder abzufragen. Konsequenterweise thematisiert das LG Stuttgart die Wissenszurechnung bereits auf Ebene der Bekanntgabepflicht nach § 15 WpHG a.F. (jetzt Art. 17 Abs. 1 MAR) und nicht erst im Rahmen des Verschuldens nach § 37b Abs. 2 WpHG a.F. (jetzt § 98 Abs. 2 WpHG).

Damit distanziert sich das LG Stuttgart von seinem Beschluss vom 28. 2. 2017,<sup>131</sup> wonach die Veröffentlichungspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG a.F. (jetzt Art. 17 Abs. 1 MAR) nicht erst mit Kenntniserlangung, sondern bereits mit Eintritt der Insiderinformation in den Tätigkeitsbereich des Emittenten entstehe.<sup>132</sup> Dort ging das Gericht noch davon aus, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht „rein objektiv“ anknüpft und demnach auf eine „Kenntnis oder grobfahrlässige Unkenntnis“ des Emittenten verzichtet. Daher untersuchte das Gericht eine Wissenszurechnung nicht als Tatbestandsvoraussetzung des § 15 Abs. 1 WpHG a.F. (jetzt Art. 17 Abs. 1 MAR), sondern griff sie, wie Thomale und Nietsch, erst im Rahmen des Verschuldensfordernisses des § 37b Abs. 2 WpHG a.F. (jetzt § 98 Abs. 1 WpHG) auf und leitete daraus, ähnlich wie Nietsch, Wissensorganisationspflichten her. Zur Begründung stellte das LG Stuttgart auf einen Umkehrschluss zu § 21 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. (jetzt § 33 WpHG) und Art. 12 Abs. 2 der RL 2004/109/EG ab, wonach die Mitteilungsfrist – so die Wiedergabe der Vorschriften durch das LG Stuttgart – erst dann beginne, wenn der Meldepflichtige von dem meldepflichtigen Tatbestand „Kenntnis“ habe.<sup>133</sup>

Für Stimmen, die die Kenntnis des Emittenten voraussetzen und dabei jegliche Organisationspflicht ablehnen, bleibt eine solche Ausweitung in Konzernsachverhalten zwar bedeutungslos. Jedoch stellt sich für sie die Frage, ob nicht im Falle der regelmäßig anzutreffenden Doppelmandate ein etwaiges Wissen des Tochter-Vorstands deshalb der Mutter zuzurechnen ist, weil er gleichzeitig Mitglied des Mutter-Aufsichtsrates ist.<sup>134</sup> Insoweit hängt die Lösung in Konzernsachverhalten davon ab, ob für die Zwecke einer Wissenszurechnung auf Mitglieder des Aufsichtsrats abgestellt werden kann.<sup>135</sup>

<sup>131</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451.

<sup>132</sup> Vgl. dazu und zum Folgenden LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 157 ff., 177 ff., 227 ff.

<sup>133</sup> Tatsächlich wird die Pflicht zur Beteiligungspublizität bereits durch ein Kennenmüssen ausgelöst, vgl. Art. 12 Abs. 2 lit. a RL 2004/109/EG. Zuvor auch *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 117 f.; s. auch *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 106 f.; *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 134 f. Beachte den gegenläufigen Schluss bei *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385.

<sup>134</sup> Vgl. zur Wissenszurechnung aus dem Aufsichtsrat *Buck-Heeb*, AG 2015, 801 ff.; *J. Koch*, ZIP 2015, 1757 ff.; *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1412; *Schwintowski*, ZIP 2015, 617 ff. Zu Doppelmandaten insb. *Breuer*, Wissen, S. 187.

<sup>135</sup> Dafür *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 406 ff.

## Informationspflichten und Verhaltenssteuerung

### § 4 Informationelle Regulierung des Kapitalmarkts

#### A. Überblick

Die Rechtfertigung dafür, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten möglichst weit auszulegen, wird etwa darin gesehen, dass Informationsungleichgewichte zwischen Anlegern beseitigt werden müssten, um die Informationsbeschaffungskosten der Anleger zu senken.<sup>1</sup> Denn je mehr Informationen der Emittent veröffentlichten müsse, desto geringer seien die Informationsungleichgewichte und Informationsbeschaffungskosten der Anleger. Solch teleologische Erwägungen werden sowohl dann angeführt, wenn die Wissenszurechnung im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität erörtert wird,<sup>2</sup> als auch dann, wenn es um die Frage geht, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht überhaupt das Wissen des Emittenten voraussetzt.<sup>3</sup> Um doppelte Ausführungen zu vermeiden, bietet es sich deshalb an, zweckorientierte Überlegungen zu Informationspflichten kapitalmarktorientierter Unternehmen voranzustellen. Erst im Nachgang soll die Ad-Hoc-Publizität daraufhin evaluiert werden, ob sie das Wissen des Emittenten voraussetzt und wie mit einem etwaigen Wissenserfordernis umzugehen ist. Das ist nicht zuletzt deshalb zweckmäßig, weil die nachfolgenden Erwägungen auch in die Auslegung der einzelnen Tatbestandsmerkmale der Ad-Hoc-Publizität hineinspielen werden, die Aufschluss darüber geben können, zu welchem Zeitpunkt die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entsteht.<sup>4</sup> Deshalb werden die teleologischen Erwägungen im Verlauf der Untersuchung wieder aufgegriffen, um den Tatbestand der Ad-Hoc-Publizität zu konturieren.

---

<sup>1</sup> Vgl. etwa *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 387: „Dieser Normzweck zielt offenkundig darauf, die Existenz nicht öffentlich bekannter, kursrelevanter Insiderinformationen möglichst umfassend, idealiter ausnahmslos, auszuschließen und stattdessen deren sofortige Offenlegung zu gewährleisten, um jedwedes Informationsungleichgewicht weitestgehend zu eliminieren“; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 109: „Zweck von Art. 17 Abs. 1 ist unter anderem die Senkung der Such- und Analysekosten der Kapitalmarktteilnehmer“.

<sup>2</sup> So etwa *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 387.

<sup>3</sup> So etwa *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 109.

<sup>4</sup> Vgl. etwa zur „Bekanntgabe“ *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VONr. 569/2014 Rn. 50; *Liebscher*, ZIP 2019, 1837, 1848; zur „Unverzüglichkeit“ *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 20, 22; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554 f.; zur „unmittelbaren Betroffenheit“ *Grundmann*, in: Staub, HGB, Bd. 11/1, Rn. 497.

Im Folgenden werden zunächst die Ziele erörtert, die mit der Ad-Hoc-Publizität kapitalmarktorientierter Gesellschaften verbunden werden. Gleichzeitig wird aufgezeigt, warum eine reine Zweckbetrachtung für sich genommen nicht zum alleinigen Maßstab einer Auslegung herangezogen werden darf. So fordert jede Maßnahme, die dazu beiträgt, ein bestimmtes Ziel zu erreichen, notwendigerweise auch gewisse Einbußen. Diese sollten jedenfalls mit dem Vorteil abgewogen werden, der sich erwartungsgemäß verwirklicht, wenn die angenommenen Ziele erreicht würden. Andernfalls kann es sein, dass ein isoliertes Ziel zwar verwirklicht wird, der Preis dafür aber so hoch ist, dass es sich nicht lohnt, den Ressourcenhaushalt hierauf zu kanalisieren. Im äußersten Fall können die Einbußen sogar dazu führen, dass die Zweckmäßigkeit der Verhaltensweise selbst konterkariert wird (vgl. hierzu B.).

Zudem ist die weitgehend vernachlässigte Frage von Bedeutung, inwieweit es überhaupt notwendig ist, den Emittenten im Wege der Ad-Hoc-Publizität dazu zu verpflichten, Insiderinformationen zu beschaffen, zu organisieren oder bekanntzugeben. Denn es wäre vereinfacht zu behaupten, es bestünden bestimmte Ziele, die mithilfe des Instruments der Ad-Hoc-Publizität zu erreichen seien, ohne zuvor die Frage beantwortet zu haben, inwieweit auch ohne eine gesetzliche Regelung Anreize zu den gewünschten Verhaltensweisen bestehen. Auf diese Weise lässt sich ermitteln, ob es überhaupt einer rechtlichen Intervention bedarf.<sup>5</sup> Und selbst wenn man dabei zu dem Ergebnis gelangen sollte, dass zum Zwecke einer Suche, einer internen Organisation oder einer Veröffentlichung von Insiderinformationen eine gesetzliche Pflicht notwendig ist, heißt dies noch nicht, dass alle gewünschten Verhaltensweisen mithilfe der Ad-Hoc-Publizität zu verfolgen sind. So würde es bei Verhaltensweisen, die unterschiedliche Ziele anstreben oder unterschiedlichen Begünstigten dienen, keine adäquate Reaktion des Gesetzgebers darstellen, sämtliche Verhaltensweisen mit derselben haftungsrechtlichen Konsequenz zu versehen.<sup>6</sup> Vielmehr sollten die Pflichten des Normadressaten und die hieran anknüpfenden Rechtsfolgen auf den jeweiligen Informationszweck und den Adressatenkreis der Information abgestimmt werden (vgl. hierzu C.).<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 526: „Regulation is usually advocated as a corrective response to market failure“.

<sup>6</sup> Vgl. auch *Schön*, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 396.

<sup>7</sup> Zum „Legal Designing“ bei Informationspflichten s. kürzlich *J. Koch*, ZGR 2020, 183, 185. Vgl. auch *Hopt*, ZGR 1980, 225, 244; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 423 ff.; *Schön*, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 396.

## B. Ziele einer Veröffentlichung von Insiderinformationen und ihre Grenzen

### I. Effizienter Kapitalmarkt

#### 1. Informations- und Allokationseffizienz

Mit der Veröffentlichungspflicht des Emittenten werden unterschiedliche Ziele in Verbindung gebracht, von denen einige mehr und einige weniger in der MAR Anklang gefunden haben. Im Zusammenhang mit den Zielen, die durch eine hinreichende Informationsversorgung des Kapitalmarkts zu erreichen sind, werden regelmäßig die Begriffe der sog. Informations- wie auch der Allokationseffizienz aufgeworfen.<sup>8</sup> Das Konzept der Informationseffizienz geht auf den Ökonomen Eugene Fama zurück und ist gleichermaßen unter dem Stichwort der sog. *Efficient Capital Market Hypothesis* bekannt.<sup>9</sup> Danach ist ein Kapitalmarkt als informationseffizient anzusehen, wenn der Preis bzw. Kurs eines Finanzinstruments alle verfügbaren Informationen abbildet.<sup>10</sup> Die Veröffentlichung von Umständen, die für die Anleger relevant sind, fördert die Richtigkeitsgewähr des Marktpreises für die jeweiligen Finanzprodukte.<sup>11</sup> Je akkurater der Preis bestimmt wird, desto mehr Liquidität<sup>12</sup> und weniger Volatilität<sup>13</sup> weist der Finanzmarkt auf und desto geringer sind die Kosten der Kapitalbeschaffung für den Emittenten.<sup>14</sup> Insbesondere bildet die Informationseffizienz gleichzeitig die Voraussetzung für die Allokationseffizienz,<sup>15</sup> die besagt, dass anlagefähiges Kapital dorthin fließt, wo es am dringendsten und am erfolgversprechendsten benötigt wird.<sup>16</sup> In informationseffizienten Kapitalmärkten, in denen es keine Umstände gibt, die nicht in den Kursen der gehandelten Wertpapiere reflektiert sind, gelangt das anlagebereite Kapital zu jenen Unternehmen, die davon den besten Gebrauch machen können.<sup>17</sup> Dementsprechend verfolgt auch der Verordnungsgeber ausweislich des Erwägungsgrunds Nr. 2 MAR das Ziel eines „effizienten“ und „transparenten“ Kapitalmarkts.

---

<sup>8</sup> *Fleischer/Zimmer*, in: *Fleischer/Zimmer*, Effizienz als Regelungsziel, S. 1, 19; *Hellgardt*, in: *Perspektiven des Wirtschaftsrechts*, S. 397, 403 f.

<sup>9</sup> *Fama*, 38 J. Bus. (1956), 34 ff.

<sup>10</sup> *Kahan*, 41 Duke L. J. (1992), 977, 979.

<sup>11</sup> *Gordon/Kornhauser*, 60 N. Y. U. L. Rev. (1985), 761 ff.; *Goshen/Parchomovsky*, 87 Va. L. Rev. (2001), 1229, 1244 ff.

<sup>12</sup> *Kahan*, 41 Duke L. J. (1992), 977, 1017 ff.

<sup>13</sup> *Chiu*, 26 The Company Lawyer (2005), 67.

<sup>14</sup> *Enriques/Gilotta*, in: *Moloney/Ferran/Payne*, Financial Regulation, S. 511, 519.

<sup>15</sup> *Kahan*, 41 Duke L. J. (1992), 977, 1017 ff.

<sup>16</sup> *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen, S. 369.

<sup>17</sup> *Köndgen*, in: *Fleischer/Zimmer*, Effizienz als Regelungsziel, S. 100, 106.

## 2. Operationelle und institutionelle Effizienz

Indem der Verordnungsgeber in Erwägungsgrund Nr. 2 der MAR die Begriffe der „Effizienz“ und „Transparenz“ nebeneinander verwendet, deutet er gleichzeitig an, dass die mit Transparenz zu erreichende Informationsversorgung nicht vollständig in der Effizienzvorgabe aufgeht. Daher liegt es nahe, dass sich der Effizienzbegriff der MAR nicht auf die Informations- und Allokationseffizienz beschränkt, sondern noch weitere Spektren umfasst, die im Zusammenhang mit Art. 17 MAR bislang keine oder nur unzureichende Beachtung gefunden haben.

So beinhaltet der Effizienzbegriff neben der Informations- und Allokationseffizienz noch zwei weitere Dimensionen, namentlich die sog. operationelle Effizienz und die sog. institutionelle Effizienz.<sup>18</sup> Hauptanliegen der operationellen Effizienz ist es, die Transaktionskosten auf Kapitalmärkten zu senken.<sup>19</sup> Dazu gehören zum einen die Kosten für die Anleger, die sie dafür aufwenden müssen, um Informationen zu erhalten, zu verifizieren und zu verarbeiten.<sup>20</sup> Insoweit tragen Publizitätspflichten dazu bei, solche Informationskosten für die Anleger zu senken. Spiegelbildlich entstehen die gleichen Kostenpositionen zum anderen aber auch dann, wenn man einen Emittenten zur Veröffentlichung von Informationen verpflichtet, da er einen gewissen Aufwand betreiben muss, um der Veröffentlichungspflicht nachzukommen.<sup>21</sup> Um die Informationskosten also insgesamt zu senken, muss der Pflichtenkatalog, mit dem die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten aufgefüllt wird, einen Sättigungspunkt erreichen, und zwar in dem Moment, in dem die zusätzlichen Informationskosten aufseiten des Emittenten die zusätzliche Reduktion der Informationskosten für die Anleger übersteigen.<sup>22</sup> Dann wäre es nämlich gesamtgesellschaftlich sinnvoller, eine Informationspflicht des Emittenten zu verneinen und die Anleger darüber entscheiden zu lassen, ob sie Suchkosten investieren möchten oder nicht. Daher bedarf es stets weiterer Anhaltspunkte, um zu entscheiden, wem die Risiken einer unzureichenden Informationsversorgung auf dem Kapitalmarkt zuzuordnen sind.<sup>23</sup>

Aus dem Blickwinkel der institutionellen Effizienz stehen Liquiditätsgesichtspunkte im Vordergrund. Dementsprechend sollen Investoren wie auch Emittenten

<sup>18</sup> *Veil*, in: *Veil*, European Capital Markets Law, § 2 Rn. 4 ff.

<sup>19</sup> *Kress*, Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung, S. 44.

<sup>20</sup> *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. (1984), 549, 593.

<sup>21</sup> *Benston*, 63 Am. Econ. Rev. (1973), 132, 134; *Fox*, 95 Mich. L. Rev. (1997), 2498, 2550; *Fox*, 85 Va. L. Rev. (1999), 1335, 1345; *Guttentag*, 32 Fla. St. U. L. Rev. (2004), 123, 139; *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Vor Art. 17 Rn. 84; *Oulds*, in: *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.165. Dies gilt insbesondere für die durch Art. 17 MAR gleichermaßen adressierten kleinen Emittenten, vgl. *Enriques/Gilotta*, in: *Moloney/Ferran/Payne*, Financial Regulation, S. 511, 529.

<sup>22</sup> Dazu auch *Kleinmann*, Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität, S. 193.

<sup>23</sup> Vgl. etwa *Veil*, in: *Veil*, European Capital Markets Law, § 2 Rn. 5, der den Emittenten regelmäßig („usually“), d. h. nicht immer, als sog. *cheapest cost avoider* ansieht, s. dazu eingehend § 4 C. II. 7.



einen freien Zugang zum Markt haben und dabei zwischen einer Vielzahl von Anlagemöglichkeiten wählen können.<sup>24</sup> Auch in diesem Zusammenhang kann sich eine Veröffentlichungspflicht gegenüber Emittenten sowohl positiv als auch negativ auswirken.<sup>25</sup> Einerseits wird ein Anleger nicht am Kapitalmarkt teilnehmen, wenn er unzureichend mit Informationen versorgt wird. Dies hat zur Folge, dass auch die Liquidität am Kapitalmarkt abnimmt, die durch eine Informationspflicht des Emittenten hergestellt werden sollte. Andererseits werden auch Emittenten dem Kapitalmarkt fernbleiben, wenn sie sich weitreichenden und deshalb kostspieligen Pflichten gegenübersehen.<sup>26</sup> Insoweit ziehen die Informationskosten, die von dem Emittenten dafür eingesetzt werden müssen, um eine Information zu veröffentlichen, eine Verbindungslinie zwischen operativer und institutioneller Effizienz: Je größer die Kosten für den Emittenten resultierend aus der Teilnahme am Kapitalmarkt sind, desto eher wird er sich anderen Finanzierungsmöglichkeiten zuwenden<sup>27</sup> und desto geringer ist daraufhin die am Kapitalmarkt vorhandene Liquidität. Daher ist es zwar richtig, dass eine Veröffentlichungspflicht das Ziel verfolgen sollte, die Informations- und Allokationseffizienz auf Kapitalmärkten zu fördern. Jedoch darf dies nicht dazu führen, dass darunter die institutionelle und die operative Effizienz so weit leiden, dass insgesamt eine Wohlfahrtsminderung zu erwarten ist, die dem gesetzgeberischen Anliegen, Wirtschaftswachstum und Wohlstand zu fördern,<sup>28</sup> widersprechen würde.<sup>29</sup> Daher gilt auch im Zusammenhang mit Vorteilen resultierend aus einer Veröffentlichungspflicht: „There is no such thing as a free lunch“ – „Alles hat seinen Preis“.<sup>30</sup>

<sup>24</sup> Oulds, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.148 ff.

<sup>25</sup> H. Brinckmann, in: Veil, European Capital Markets Law, § 16 Rn. 11.

<sup>26</sup> Vgl. dazu Krug, Der Rückzug von der Börse, S. 40 ff., 87 ff.; Morell, ZBB 2016, 67 ff. S. auch Stellungnahme des Interessenverbandes kapitalmarktorientierter KMU e.V. zum Konsultationspapier zum Modul C des neuen Emittentenleitfadens, S. 4: „Hohe Compliance-Kosten und vom Management verwandte Zeit, die regulatorischen Hürden zu erfüllen, können dazu führen, dass Unternehmen ihr Listing im Freiverkehr beenden und dem Kapitalmarkt den Rücken kehren. [...] Auf Anfrage teilte uns die Deutsche Börse AG mit, dass seit Inkrafttreten der MAR 24 Unternehmen sich aus den Freiverkehrssegmenten der Deutsche Börse AG zurückgezogen haben und delisted wurden. Die Bayerische Börse AG teilte uns mit, dass seit Inkrafttreten der MAR 14 Unternehmen sich aus den Freiverkehrssegmenten der Bayerische Börse AG zurückgezogen haben und delisted wurden“, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon\\_14\\_19\\_modul\\_c\\_des\\_elf.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon_14_19_modul_c_des_elf.html); vgl. auch Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten, 2018/0165 (COD).

<sup>27</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 285.

<sup>28</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 2 Satz 2 MAR.

<sup>29</sup> Vgl. auch Enriques/Gilotta, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 520, die darauf hinweisen, dass das Ziel der Marktpreisrichtigkeit für sich genommen keine Aussage über das Maß einer Veröffentlichungspflicht haben kann, da insoweit eine grenzenlose Veröffentlichungspflicht gerechtfertigt werden könnte.

<sup>30</sup> Statt aller Mankiw/Taylor, Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, S. 3; so auch speziell zur Ad-Hoc-Publizität J. Koch, AG 2019, 273, 281 ff.; Langevoort, 146 U. Pa. L. Rev. (1997),



### 3. Kostenminimierung und Floodgates Argument

Da mit einer Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten sowohl Vorteile als auch Nachteile verbunden sind, ist durchweg differenziert zu betrachten, auf welche Verhaltensweisen sich der Pflichtenkatalog des Emittenten im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität erstrecken sollte. So entstehen Nachteile für den Fall, dass der Emittent verpflichtet wird (in Form von Kosten für die Veröffentlichung) und es ergeben sich Nachteile, wenn es an einer Verpflichtung fehlt (in Form unzureichender Information auf dem Kapitalmarkt). Sieht man den Emittenten stets als „Verpflichteten“ an, belastet man nur eine Seite der Waage (unzureichende Information auf dem Kapitalmarkt), lässt aber die andere Seite (Kosten für die Veröffentlichung) sprichwörtlich in der Luft hängen. Während in einem solchen, nur halb beleuchteten Szenario auf der Hand liegt, wohin das Pendel ausschlägt, fällt die Abwägung weniger eindeutig aus, wenn auch die Veröffentlichungskosten für den Emittenten mit der Aufmerksamkeit des Rechtsanwenders gewichtet werden. Daher ist es eine verzerrte Vorstellung, dass der Emittent stets „Verpflichteter“ und die Öffentlichkeit durchweg „Begünstigte“ der Ad-Hoc-Publizität sind. Vielmehr entstehen Nachteile auf beiden Seiten der Waagschale, weswegen es sich um ein wechselseitiges Kostenproblem handelt, das durch Minimierung der Gesamtkosten zu lösen ist.<sup>31</sup> Demnach wäre es nicht wünschenswert, wenn man den Emittenten dazu verpflichten würde, seine Aufwendungen zur Prävention von Informationsdefiziten um 1,00 Euro zu erhöhen, wenn dadurch der Schaden, der aus Informationsdefiziten resultiert, erwartungsgemäß nur um 0,99 Euro gesenkt würde.<sup>32</sup> Daher kann auch der Emittent durchaus die Rolle des Begünstigten einnehmen, wenn dadurch die Gesamtkosten gesenkt werden – und zwar in Form der Begünstigung, gewisse Verhaltensweisen nicht ausführen zu müssen.

Unter dem Stichwort des sog. *floodgates argument* wird eine Handlungsunfähigkeit des Normadressaten in sämtlichen Rechtsordnungen dadurch gemieden, dass seine Pflichten auf ein angemessenes Maß reduziert werden.<sup>33</sup> Zwar ist die Befürchtung, dass ein Normadressat infolge einer ausufernden Haftung allzu weitgehenden Rechtsfolgen ausgesetzt sein könnte, ursprünglich im Zusammenhang mit dem Deliktsrecht, und dort insbesondere bei der Begründung einer Haftungsbeschränkung für reine Vermögensschäden, entstanden.<sup>34</sup> Beruht der Gedanke aber

101, 128; allgemein im Kontext von Informationspflichten *Fleischer*, NZG 2006, 561, 569; *J. Koch*, ZGR 2020, 183, 192; *Schön*, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 394.

<sup>31</sup> Vgl. dazu bereits *Coase*, 3 J. L. & Econ. (1960), 1, 2.

<sup>32</sup> *Wichmann*, Haftung am Sekundärmarkt, S. 136.

<sup>33</sup> Vgl. *Boom*, in: Boom/Koziol/Witting, Tort and Insurance Law, S. 1 ff., insb. 33 f.

<sup>34</sup> *Spartan Steel & Alloys Ltd v Martin & Co (Contractors) Ltd* [1973] QB 27, Rn. 38 (per Lord Denning): „there would be no end of claims“; *Donoghue v Stevenson* [1932] A.C. 562, Rn. 580 (per Lord Atkin): „But acts or omissions which any moral code would censure cannot in a practical world be treated so as to give a right to every person injured by them to demand relief. In this way rules of law arise which limit the range of complainants and the extent of their remedy“; *Honsel*, in: FS W. Lorenz, 2001, S. 483, 484; *Koziol*, ZEuP 1995, 359, 363.

darauf, dass der Normadressat infolge exzessiver Sorgfaltsaufwendungen keinen Anreiz mehr hat, am Rechtsverkehr teilzunehmen, wenn er für sämtliche durch sein Verhalten entstehenden Verluste eintreten müsste, ist die Ausstrahlungswirkung der an der Gesamtwohlfahrt ausgerichteten Betrachtung nicht auf das Deliktsrecht beschränkt.<sup>35</sup> Vielmehr ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber bei jeglicher Normierung einer Pflicht einen erforderlichen und keinen maximalen Pflichtenkatalog vor Augen hat, der sich sowohl an dem dadurch entstehenden Mehrwehrt als auch an den dafür geopfertem Belangen orientiert. Besteht auch am Kapitalmarkt infolge einer unverhältnismäßigen Ausweitung von Pflichten die Gefahr, dass sich die Unternehmen anderen Finanzierungsmöglichkeiten zuwenden,<sup>36</sup> erscheint es fernliegend, dass die MAR eine Veröffentlichung von Insiderinformationen um jeden Preis verlangt, das heißt unter Inkaufnahme einer Handlungsunfähigkeit des Emittenten infolge eines ausufernden Pflichtenkatalogs. Damit einhergehend betont auch der EuGH in der Entscheidung *Spector Photo*, dass die extensive Auslegung einer Vorschrift die Gefahr birgt, dass ihr Anwendungsbereich über dasjenige hinaus-schießen würde, was angemessen und erforderlich ist, um den verfolgten Zweck zu erreichen.<sup>37</sup> Dementsprechend verwundert es nicht, wenn der Gesetzgeber den Kosten des Emittenten, die er für den Veröffentlichungsprozess aufzuwenden hat, den eigenen Erwägungsgrund Nr. 55 MAR widmet. Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht besteht mithin nicht absolut, sondern ist stets in Relation zu ihrem Erfüllungsaufwand auszuformen.

Dass Insiderinformationen nicht um jeden Preis zu veröffentlichen sind, ergibt sich schließlich aus der Systematik der MAR. So impliziert die Existenz einer Insiderinformation nicht die Ad-Hoc-Publizitätspflicht eines Emittenten.<sup>38</sup> Denn der Emittent hat nach Art. 17 Abs. 1 MAR nur diejenigen Insiderinformationen zu veröffentlichen, die ihn „unmittelbar betreffen“. Daher geht der Unionsgesetzgeber davon aus, dass es Insiderinformationen gibt, die keine Veröffentlichungspflicht auslösen. Dementsprechend ist in einer fehlenden Bekanntgabe von kursrelevanten Umständen keine Lücke im kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz zu sehen, sondern lediglich die Grenze des Anwendungsbereichs eines bestimmten Instruments, das neben andere Tatbestände wie Art. 8 und Art. 10 MAR tritt, um die Integrität des

---

<sup>35</sup> Vgl. etwa zum deutschen Strafrecht *Freund*, in: MüKo-StGB, Vorb. § 13 Rn. 163, 166: „Die im Wege einer Güter- und Interessenabwägung grundsätzlich zu legitimierende Verhaltensnorm muss im Einzelnen folgende Voraussetzungen erfüllen. [...] Bei Abwägung der widerstreitenden Güter und Interessen muss per Saldo eindeutig ein Gewinn übrig bleiben“; speziell zum Unterlassen *Bosch*, in: Schönke/Schröder, StGB, Vorb. §§ 13 ff. Rn. 139: „Dem Unterlassenden wird die Nichtvornahme bestimmter, niemals aller möglichen Handlungen vorgeworfen“.

<sup>36</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 285.

<sup>37</sup> EuGH, Urt. v. 23. 12. 2009, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, Rn. 46 – *Spector Photo*, NZG 2010, 107.

<sup>38</sup> Vgl. *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 383; so auch *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 245.

Kapitalmarkts sicherzustellen.<sup>39</sup> Würde der Verordnungsgeber ausschließlich das Ziel verfolgen, den Emittenten möglichst viele Insiderinformationen veröffentlichen zu lassen, wäre es nicht konsequent, Art. 17 Abs. 1 MAR auf solche Tatsachen zu beschränken, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Ob hieraus der Schluss gezogen werden kann, dass der Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR keine weiteren Einschränkungen mehr verlangt,<sup>40</sup> wird noch eingehend zu erläutern sein. Jedenfalls mehren sich die Stimmen, die ein enges Verständnis des Art. 17 Abs. 1 MAR fordern.<sup>41</sup> Denn der weite Begriff der Insiderinformation nach Art. 7 MAR – mag er für die Insideratbestände der Art. 8 und Art. 10 MAR auch zielführend sein – führe im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität dazu, dass die Pflichten des Emittenten anderweitig zu begrenzen seien.<sup>42</sup>

#### 4. Tatsächlicher Aufwand und Opportunitätskosten

Von dem Emittenten wird ein gewisser Aufwand gefordert, wenn er verpflichtet wird, kursrelevante Informationen öffentlich bekanntzugeben. Darunter fällt zunächst der tatsächliche Vermögensabfluss, den der Emittent dadurch erleidet, dass er sich mit der Veröffentlichung von Insiderinformationen auseinandersetzen muss.<sup>43</sup> Um eine Vorstellung darüber zu erhalten, welche Kosten eine Kapitalmarktinformationshaftung mindestens verursachen kann, bietet es sich an, die Lage in den USA zu betrachten. Dort haftet ein Emittent – wenn überhaupt – nur dann für eine unterlassene Veröffentlichung, wenn er von der infrage stehenden Information Kenntnis hat („scienter“).<sup>44</sup> Zudem kennt das amerikanische Kapitalmarktrecht keine

<sup>39</sup> Vgl. dazu auch *Hansen*, 18 ERA Forum (2017), 21, 24 ff. „Publizitätsfreie Bereiche“ sind also nicht *per se* unerwünscht, so aber *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 214 im Hinblick auf Insiderinformationen beim Aufsichtsrat (entgegen seiner zutreffenden Feststellung auf S. 245).

<sup>40</sup> So etwa *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 65 ff.

<sup>41</sup> Vgl. *Korch*, ZGR 2020, 286, 287.

<sup>42</sup> Vgl. auch *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1960; *Langenbucher*, BKR 2012, 145, 148 f. Zur Haftungsbegrenzung im Wege der Wissenszurechnung im Rahmen der U.S.-amerikanischen Kapitalmarktinformationshaftung vgl. *Jones*, 57 B.C.L.Rev. (2016), 695, 706.

<sup>43</sup> Vgl. *Groß/Royé*, BKR 2019, 272 f.; *Kleinmann*, Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität, S. 158 ff. S. auch Stellungnahme des Interessenverbandes kapitalmarktorientierter KMU e. V. zum Konsultationspapier zum Modul C des neuen Emittentenleitfadens, S. 4, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon\\_14\\_1\\_9\\_modul\\_c\\_des\\_elf.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon_14_1_9_modul_c_des_elf.html). Diese Kosten werden auch als sog. bilanzielle Kosten bezeichnet, weil sie in der Bilanz des Emittenten ausgewiesen werden.

<sup>44</sup> *Ernst & Ernst v Hochfelder* 425 U. S. 185, 197 ff., 215 ff. (1976). Die Wissenszurechnung wird strikt gehandhabt, ist aber im Einzelnen umstritten, vgl. *Thomale/Weller*, in: FS Krieger, S. 1009, 1014 f. m. w. N. aus der U.S.-amerikanischen Rechtsprechung. Selbst die Gerichte, die sich für eine großzügige Wissenszurechnung aussprechen, stellen allenfalls auf hochrangige Mitarbeiter wie den „corporate officer“, „agent“ oder „senior controlling officer“ ab, vgl. *City of Monroe Employees Retirement System v Bridgestone Corp.*, 399 F. 3d 651, 688 (6th Cir. 2005); *Adams v Kinder-Morgan, Inc.*, 340 F. 3d 1083, 1106 f. (10th Cir. 2003). Der Kompromissvorschlag des Sixth Circuit Court of Appeal stellt auf solche Mitarbeiter ab, die sich mit der

dem Art. 17 Abs. 1 MAR vergleichbare allgemeine Pflicht, wonach kursrelevante Informationen zu veröffentlichen wären.<sup>45</sup> Vielmehr wird ein Emittent erst dann dazu verpflichtet, eine Information öffentlich bekanntzugeben, wenn eine frühere Aussage zu vervollständigen (*half-truth-doctrine*), zu aktualisieren (*duty to update*) oder zu korrigieren ist (*duty to correct*).<sup>46</sup>

Um solche Veröffentlichungspflichten zu erfüllen, entstanden den Emittenten im Jahr 1980 Kosten von insgesamt einer Milliarde US-Dollar.<sup>47</sup> Dies entspricht einem heutigen Wert von über drei Milliarden US-Dollar.<sup>48</sup> Mit höheren Kosten müssen die Emittenten rechnen, wenn sie im Rahmen der vergleichsweise weiteren Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR zusätzlich dazu verpflichtet wären, kursrelevante Informationen zu beschaffen und zu organisieren.<sup>49</sup> Im Zusammenhang mit der Beschaffung und Organisation von Informationen spielt insbesondere ein drohender *Information Overload* auf Emittentenebene eine wichtige Rolle.<sup>50</sup> So steigen die Kosten für den Emittenten nicht nur dadurch, dass er in einem ersten Schritt Systeme einrichten muss, mit denen er Insiderinformationen auffinden und organisieren kann. Vielmehr muss er in einem zweiten Schritt dafür sorgen, dass die aufgefundenen und weitergeleiteten Informationen auf ihre Insiderrelevanz untersucht und gegebenenfalls veröffentlicht werden. Und je mehr Informationen der Emittent in einem ersten Schritt auffinden und weiterleiten muss, desto teurer wird es, aus dieser Informationsmenge in einem zweiten Schritt die kursrelevanten Informationen herauszufiltern. Für die Verarbeitung von mehr Informationen werden also auch mehr Kapazitäten benötigt. Gleichzeitig steigt infolge des *Information Overload* auch die Gefahr eines *Hindsight Bias* (Rückschäufehler),<sup>51</sup> wenn der Emittent eine Insiderinformation einmal nicht veröffentlicht hat. Denn je mehr In-

---

Wahrnehmung der Publizitätspflicht beschäftigen, *In re Omnicare, Inc. Securities Litigation*, 769 F. 3d 455, 476 (6th Cir. 2014). Hierzu *Breuer*, Wissen, S. 78 ff.

<sup>45</sup> *Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222, 235 (1980): „When an allegation of fraud is based upon nondisclosure, there can be no fraud absent a duty to speak. We hold that a duty to disclose under § 10(b) does not arise from the mere possession of nonpublic market information“; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 98 f.

<sup>46</sup> *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 99 f.

<sup>47</sup> *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 310.

<sup>48</sup> <http://www.in2013dollars.com/us/inflation/1980?amount=1>.

<sup>49</sup> Einen groben Anhaltspunkt für die Kosten in Deutschland liefert der Monatsbericht des Bundesministeriums der Finanzen vom Oktober 2008, S. 51, der die Kosten für die Emittenten, die durch die Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten entstehen, auf 1,2 Mrd. Euro pro Jahr beziffert. Vgl. hierzu *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1 ff. Im Gegensatz zu der Lage in den USA steht hier aber gerade nicht fest, welchen genauen Umfang die Ad-Hoc-Publizitätspflicht hat und welchen Anteil sie von diesen Gesamtkosten ausmacht.

<sup>50</sup> Zum *Information Overload* auf Unternehmensebene vgl. *Henning*, ZGR 2020, 485, 487 f. Zum *Information Overload* auf Anlegerebene vgl. § 4 B. II. 3.

<sup>51</sup> Zum Zusammenhang von *Information Overload* und *Hindsight Bias* vgl. *Culler*, ZGR 2020, 495, 501. Mit dem *Hindsight Bias* wird das Phänomen beschrieben, dass die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten eines Ereignisses (etwa einer Pflichtverletzung) *ex post* größer bewertet wird, als sie *ex ante* tatsächlich war, vgl. *Klein/Ott*, AG 2017, 209 ff.

formationen er sammeln und organisieren muss, desto eher wird man im Nachhinein annehmen können, dass er zu einer Veröffentlichung verpflichtet war.

Die Kosten, die ein Emittent aufwenden muss, um kursrelevante Informationen zu veröffentlichen, beschränken sich aber nicht nur auf den tatsächlichen Vermögensabfluss, sondern beinhalten auch sog. Opportunitätskosten. Darunter versteht man das, was jemand aufgeben muss, um etwas anderes zu erlangen, in anderen Worten den Gewinn der nächstbesten Alternative.<sup>52</sup> Sie werden als Kosten bezeichnet, da die entgangene Nutzung der nächstbesten Alternative als nichtrealisierter Gewinn betrachtet wird. Im Falle eines Veröffentlichungsprozesses durch den Emittenten entstehen solche Opportunitätskosten dadurch, dass sich die involvierten unternehmensangehörigen Personen (Vorstand, Unternehmensanwälte, Mitarbeiter) während der Zeit, in der sie in die Bekanntgabe eingebunden sind, nicht anderen Aufgaben im Unternehmen zuwenden können, dem Emittenten dadurch also Gewinne entgehen.<sup>53</sup> Schätzungen zufolge macht die Managementbelastung für börsenbedingte Tätigkeiten bis zu 50 % der Arbeitszeit aus.<sup>54</sup> Stichprobenartige Befragungen bestätigen, dass sich das gehobene Management der meisten Unternehmen vor 2004 offenbar 10–25 % seiner Arbeitszeit mit Tätigkeiten befasste, die gerade infolge der Börsenpräsenz des Unternehmens entstanden sind.<sup>55</sup> Nach einer aktuellen Umfrage beklagen 90 % aller Unternehmen den bürokratischen Mehraufwand, der gerade darauf zurückzuführen sei, dass Pflichten erfüllt werden müssen, die zentrale Regelungsbereiche der MAR betreffen.<sup>56</sup> Der Zeitaufwand, den ein Emittent in die Veröffentlichung von Insiderinformationen investiert, dürfte schließlich daran abzulesen sein, inwieweit die Anzahl an Ad-Hoc-Meldungen seit Inkrafttreten der MAR im Jahr 2016 gestiegen ist. So wurden im Jahr 2015 lediglich 1.434 Ad-Hoc-Meldungen und 324 Befreiungen verzeichnet. Im Jahr 2018 waren es demgegenüber 2.069 Ad-Hoc-Meldungen und 532 Befreiungen. Dies stellt einen prozentualen Anstieg von 44 % bei den Ad-Hoc-Mitteilungen und 64 % bei den Befreiungen dar.<sup>57</sup>

Eine solche Kostenbelastung des Emittenten wird etwa damit gerechtfertigt, dass es ausschließlich um Insiderinformationen gehe, die den Emittenten „unmittelbar betreffen“ würden.<sup>58</sup> Deshalb sei es der Emittent, der die geringsten Kosten einer Suche nach Insiderinformationen und erst recht ihrer internen Organisation habe.

<sup>52</sup> Buchanan, in: Eatwell/Milgate/Newman, *The World of Economics*, S. 520.

<sup>53</sup> Easterbrook/Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 310; J. Koch, ZGR 2020, 183, 192.

<sup>54</sup> F. Eisele/Walter, ZfbF 58 (2006), 807, 821.

<sup>55</sup> Morell, ZBB 2016, 67, 70.

<sup>56</sup> Groß/Royé, BKR 2019, 272, 273.

<sup>57</sup> Stellungnahme des Interessenverbandes kapitalmarktorientierter KMU e. V. zum Konsultationspapier zum Modul C des neuen Emittentenleitfadens, S. 4, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon\\_14\\_19\\_modul\\_c\\_des\\_elf.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon_14_19_modul_c_des_elf.html).

<sup>58</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 69.

Jedoch ist das so in Anspruch genommene Risikozuordnungskriterium des *least cost information seeker*, das heißt des *cheapest cost avoider* im Hinblick auf Risiken einer unzureichenden Informationsversorgung des Kapitalmarkts,<sup>59</sup> ausgesprochen voraussetzungsreich. Denn zum einen ist das Kriterium des *cheapest cost avoider* – wie noch zu zeigen sein wird – nicht der einzige Anknüpfungspunkt, anhand dessen Risiken zugeordnet werden können.<sup>60</sup> Zum anderen ist eine Beurteilung anhand von Risikozuordnungskriterien jedenfalls nur dann aussagekräftig für die Begründung eines effizienten Ergebnisses, wenn feststeht, dass der durch die in Betracht gezogenen Maßnahmen verfolgte Nutzen die dadurch verursachten Nachteile übersteigt.<sup>61</sup> Die entscheidende Frage, um Folgerungen aus Risikozuordnungskriterien zu ziehen, ist daher, ob der Grenznutzen der Kapitalmarktinformation tatsächlich die Kosten des Emittenten für die Informationsbeschaffung und -organisation überkompensiert.<sup>62</sup> Ist dies nicht der Fall, lohnt es sich bereits gesamtgesellschaftlich nicht, Aufwand hinsichtlich solcher Informationen zu betreiben, da der gesamte Vorgang mehr Kosten als Nutzen verursachen würde. Daher würde sich dann auch nicht mehr die Frage stellen, wem diese gesamtgesellschaftlich nutzenmindernde Pflicht zugeordnet werden sollte.<sup>63</sup>

## 5. Haftungsrisiken und Rechtsunsicherheit

Den entscheidenden Faktor, anhand dessen festgestellt werden kann, welchen Aufwand der Emittent betreiben wird, um der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nachzukommen, stellen die Haftungsrisiken dar, denen der Emittent ausgesetzt ist, wenn er gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstößt.<sup>64</sup> Denn je nachdem, wie hoch die Haftungsrisiken sind, denen sich ein Normadressat gegenüber sieht, wird er solange zusätzlichen Aufwand betreiben, bis eine zusätzliche Kosteneinheit den dadurch vermiedenen erwarteten Haftungsfolgen gleicht.<sup>65</sup> Der Emittent wird erst dann

<sup>59</sup> Seibt, ZHR 177 (2013), 388, 393.

<sup>60</sup> Vgl. dazu eingehend § 4 C. II. 7.

<sup>61</sup> Vgl. Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 485: „Ein Risiko [...] sollte demjenigen zugeordnet werden, der es mit dem geringsten Aufwand beherrschen kann [...], vorausgesetzt, die Risikovermeidungskosten sind niedriger als der Erwartungswert des Risikos“. Grundsätzlich zu der Frage der Kosten und des Nutzens von Informationspflichten auf dem Kapitalmarkt, s. auch Easterbrook/Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 309 ff.

<sup>62</sup> Vgl. auch Möllers, AcP 208 (2008), 1, 26, der von einer „Übermaßhaftung“ spricht, wenn die Kosten eines Börsengangs den Nutzen einer Börsennotierung deutlich übersteigen; Easterbrook/Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 297: „[...] one would need to show that any reduction in fraud attributable to the disclosure rules was more valuable than the costs of administering them“.

<sup>63</sup> Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 485.

<sup>64</sup> Kleinmann, *Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität*, S. 159.

<sup>65</sup> Vgl. Shavell, in: Polinsky/Shavell, *Handbook Law and Economics*, S. 142 f.; grundlegend J.P. Brown, 2 J. Leg. Stud. (1973), 323, 328.

aufhören, in die Erfüllung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu investieren, wenn er dazu mehr Kosten aufwenden muss, als er dadurch Haftungsfolgen vermeiden kann. Je gewichtiger also die Haftungsfolgen sind, denen ein Emittent für den Fall ausgesetzt ist, dass er gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstößt, desto mehr Aufwand wird er betreiben, um der Haftung zu entgehen.

Daher richtet der Emittent den Aufwand, den er bereit ist, in die Erfüllung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu investieren, an den Haftungsrisiken aus, die ihm im Falle einer Zuwiderhandlung drohen. Daraus erklärt sich, dass Emittenten keine Kosten und Mühen scheuen, um eine Verletzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu vermeiden. So sind sowohl die Einholung externen Rechtsrats als auch die Einrichtung spezialisierter Ad-Hoc-Gremien mittlerweile die Regel im Umgang mit Insiderinformationen geworden.<sup>66</sup> Insoweit wird die Frage zu beantworten sein, inwieweit die Rechtsfolgen einer Ad-Hoc-Pflichtverletzung das richtige Instrument sind, um den Emittenten zu verpflichten, nach Informationen zu suchen und sie zu organisieren. Sollte sich herausstellen, dass die Informationssuche und -organisation keinen gesellschaftlichen Mehrwert erzeugen, der den Einsatz entsprechender Ressourcen rechtfertigt, sollte die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht auf diese Maßnahmen ausgeweitet werden.<sup>67</sup>

Daher kann eine Compliance-Dimension der Ad-Hoc-Publizität insbesondere nicht damit begründet werden, dass der Emittent durch andere Vorschriften ohnehin verpflichtet ist, Organisationsmaßnahmen durchzuführen.<sup>68</sup> Es kommt nämlich nicht darauf an, dass er hierzu überhaupt verpflichtet ist, sondern darauf, welche Haftungsrisiken ihm den Anreiz geben sollen, organisatorische Vorkehrungen zu treffen. Kommt man zu dem Ergebnis, dass die Haftungsrisiken der Ad-Hoc-Publizitätspflicht die Compliance-Organisation des Emittenten auf ein exzessives Maß erhöhen, ist es besser, wenn die Compliance-Organisation durch andere Vorschriften adressiert wird. Umgekehrt wird man sogar annehmen müssen, dass die Existenz anderer Vorschriften, die den Emittenten bereits zu Organisationsmaßnahmen verpflichten, gegen eine Compliance-Dimension der Ad-Hoc-Publizität spricht.<sup>69</sup> Denn weitet man eine Veröffentlichungspflicht auf Maßnahmen aus, zu denen der Emittent ohnehin verpflichtet ist, ist der zusätzliche Nutzen der Haftungsausweitung nicht allzu groß.

Schließlich ist der Faktor der Rechts(un)sicherheit ein gewichtiger Anhaltspunkt dafür, ob exzessiver Ressourcenaufwand aufseiten des Normadressaten zu erwarten

---

<sup>66</sup> *Groß/Royé*, BKR 2019, 272, 273; s. *Ferrarini/Ottolia*, 9 ERCL (2013), 363 in Bezug auf KMUs.

<sup>67</sup> Insoweit ist allein die Feststellung, ein fehlendes Kennniserfordernis führe zu einer fehlenden Sanktionierung einer unterbliebenen Informationsorganisation für sich genommen nicht hinreichend aussagekräftig, so aber *K. Roth*, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 188.

<sup>68</sup> So aber *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 123 f. Vgl. hierzu § 4 C. III. 3.

<sup>69</sup> In diese Richtung auch *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 308 f.



ist. Denn Rechtsunsicherheit und Haftungsrisiken hängen insoweit miteinander zusammen, als Rechtsunsicherheit die Wahrscheinlichkeit dafür erhöht, dass sich Haftungsrisiken realisieren. So wird ein Emittent die von ihm eingesetzten Ressourcen daran ausrichten, wie eindeutig der Pflichteninhalt bestimmt ist: Je klarer eine Vorschrift formuliert ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit einer Haftung, wenn der Normadressat dem vorgegebenen Inhalt nachkommt; je weniger Vorgaben der Norm zu entnehmen sind, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer Haftung, da der Normadressat mit dem Risiko rechnen muss, bestimmte Maßnahmen pflichtwidrig unterlassen zu haben. Das heißt, je unpräziser der Pflichteninhalt vorgegeben ist, desto größer ist der Sicherheitszuschlag, den der Normadressat zusätzlich aufwenden wird.<sup>70</sup> Insbesondere steigen die Kosten für externen Rechtsrat und die Einrichtung spezialisierter Ad-Hoc-Gremien, je mehr Rechtsunsicherheit der Emittent im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR zu befürchten hat.<sup>71</sup>

Daher ist es nicht ausreichend, wenn dem Emittenten lediglich die Vorgabe mit auf den Weg gegeben wird, er verstoße nicht gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht, wenn er Maßnahmen durchführe, „deren zusätzliche Kosten für den Emittenten niedriger sind als der zusätzliche Nutzen für das Informationsinteresse des Marktes“.<sup>72</sup> Dann müssten nämlich überhaupt keine Vorschriften mehr erlassen werden, da jeder für sich selbst zu entscheiden hätte, wann diese Vorgabe erfüllt ist und wann nicht. Vielmehr ist es Aufgabe des Gesetzgebers, den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR erstens so auszugestalten, dass der Normadressat nur zu solchen Verhaltensweisen motiviert wird, die einen gesamtgesellschaftlichen Vorteil versprechen, und zweitens durch eine klare Anleitung im Gesetzestext dafür zu sorgen, dass der Normadressat den gewünschten Pflichten nachkommt, ohne den gesetzgeberisch verfolgten Vorteil durch ineffiziente Sicherheitszuschläge zunichte zu machen.

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass der Ordnungsgeber eine rechtssichere Ausgestaltung von Rechtsnormen beherzigt. Dies zeigt sich in Erwägungsgrund Nr. 5 MAR, wonach er das Ziel verfolgt, „den Marktteilnehmern mehr Rechtssicherheit und unkompliziertere Vorschriften zu bieten“. Daher liegt es fern, dass er den Emittenten zu Maßnahmen verpflichten will, die er nicht ausdrücklich vorgibt und erläutert. Der Umstand, dass eine Maßnahme nicht explizit

<sup>70</sup> *Calfee/Crasswell*, 70 Va. L. Rev. (1984), 965, 997 f.; *Wichmann*, Haftung am Sekundärmarkt, S. 142. Vgl. auch Stellungnahme des Interessenverbandes kapitalmarktorientierter KMU e. V. zum Konsultationspapier zum Modul C des neuen Emittentenleitfadens, S. 4, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon\\_14\\_19\\_modul\\_c\\_des\\_elf.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon_14_19_modul_c_des_elf.html).

<sup>71</sup> *Groß/Royé*, BKR 2019, 272, 273: „Der Wunsch nach mehr Rechtssicherheit dürfte auch in dem hohen Strafmaß begründet sein“. Vgl. auch *Leyens*, ZGR 2020, 256, 258 f. im Hinblick auf Compliance-Verstöße.

<sup>72</sup> So aber *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 116 f., um zu definieren, unter welchen Voraussetzungen das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ erfüllt ist – gleichzeitig einräumend, dass die praktische Anwendung schwierig sei, weil das Informationsinteresse des Marktes nicht mit mathematischer Genauigkeit berechnet werden könne. Dies für „zu unbestimmt“ haltend auch *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 307.



aufgeführt und im Detail umschrieben ist, deutet also darauf hin, dass sie nicht vom Normadressaten verlangt wird. Sollte sich also herausstellen, dass Art. 17 Abs. 1 MAR keinerlei Anleitung dahingehend zu entnehmen ist, welche Verhaltensweisen der Emittent vorzunehmen hat, um nach Informationen zu suchen oder sie zu organisieren, spricht die Erwägung der Rechtssicherheit dafür, diese Maßnahmen von der Ad-Hoc-Publizität des Emittenten auszunehmen.

## 6. Geheimhaltungsinteressen

Zudem ergeben sich Nachteile für den Emittenten, wenn bestimmte Tatsachen infolge einer Preisgabe der relevanten Information an die Öffentlichkeit geraten. Hier ist insbesondere das Geheimhaltungsinteresse des Emittenten zu nennen, das stets hinter die mit einer Veröffentlichung verfolgten Ziele zurücktreten müsste, wenn man ihnen absoluten Geltungsrang zukommen lassen würde.<sup>73</sup> Verlangte man von einem Unternehmen, uneingeschränkt jede kursrelevante Information zu veröffentlichen, würde es nicht nur dem Risiko ausgesetzt, Reputationsschäden zu erleiden, sondern würde auch etwaige Wettbewerbsvorteile verlieren, die durch den Einsatz von Ressourcen erarbeitet worden sind.<sup>74</sup> Dies führt kurzfristig zu vergeblichen Aufwendungen aufseiten des Emittenten und langfristig zu Verlusten der Gesamtwohlfahrt, da der Anreiz verloren geht, in wohlfahrtssteigernde Innovationen zu investieren. Stattdessen provoziert eine bedingungslose Bekanntgabepflicht einen Trittbrettfahrereffekt, der darin besteht, auf Informationen zu warten, anstatt solche selbst zu generieren.<sup>75</sup> Dies alles sind sowohl Kosten des Emittenten als auch Kosten der Gesamtwohlfahrt.

Daher hat der Ordnungsgeber dem Emittenten die Möglichkeit an die Hand gegeben, die Veröffentlichung einer Insiderinformation aufzuschieben, soweit die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR erfüllt sind. Ein wirksamer Schutz der Geheimhaltungsinteressen kann aber nur dann sichergestellt werden, wenn der von dem Emittenten geforderte Pflichtenkatalog nach Art. 17 Abs. 1 MAR so ausgestaltet ist, dass es ihm auch faktisch möglich ist, von der Selbstbefreiungsmöglichkeit Gebrauch zu machen. Hierzu ist der Emittent nur in der Lage, wenn sich die Insiderinformation bei der hierfür zuständigen Stelle befindet.<sup>76</sup> Wenn sich also zeigen sollte, dass eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation dazu führt, dass es dem Emittenten nicht oder nur unter erheblich erschwerten Bedingungen möglich ist, die Selbstbefreiungsmöglichkeit wahrzunehmen, spricht dies für eine Beschränkung der Ad-Hoc-Publizität auf die Bekanntgabe solcher Insiderinformationen, die der hierfür zuständigen Stelle innerhalb des Emittenten bekannt sind.

<sup>73</sup> *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 520.

<sup>74</sup> *Schön*, in: Schön, Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz, S. 563, 577 ff.; *Schön*, 6 J. Corp. L. Stud. (2006), 259, 260.

<sup>75</sup> *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 708.

<sup>76</sup> *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205 f.

Andernfalls würde die vom Gesetzgeber gewollte Selbstbefreiungsmöglichkeit für den Emittenten faktisch leerlaufen.<sup>77</sup>

## II. Anlegerschutz

### 1. Bedeutung und Verankerung in der MAR

Über Effizienzgesichtspunkte hinaus wird maßgeblich auf den Schutz der Anleger abgestellt, um zu rechtfertigen, dass der Sekundärmarkt mit Insiderinformationen versorgt werden sollte.<sup>78</sup> Mit Anlegern sind nicht nur Personen gemeint, die bereits ein Investment in einem oder mehreren Emittenten halten, sondern ein jeder Marktteilnehmer, der potentiell mit den am Kapitalmarkt angebotenen Finanzinstrumenten handeln kann. Dementsprechend sind Begünstigte der Ad-Hoc-Publizität nicht nur die Aktionäre einer Gesellschaft, sondern die „breite Öffentlichkeit“.<sup>79</sup>

Indem kursrelevante Tatsachen an die Öffentlichkeit preisgegeben werden, wird sichergestellt, dass die Investoren mit sämtlichen Informationen ausgestattet sind, die sie benötigen, um Entscheidungen über ihre Anlagen zu treffen. Dazu gehören insbesondere Risiken und Renditeerwartungen, die mit dem jeweiligen Finanzinstrument verbunden sind.<sup>80</sup> Auch wird mithilfe einer Informationsversorgung des Kapitalmarkts verhindert, dass Anleger durch Insider übervorteilt werden. Andernfalls ist zu befürchten, dass Anleger systematisch Verlusten ausgesetzt sind und infolgedessen dem Kapitalmarkt fernbleiben.<sup>81</sup> Diese Betrachtungsweise des sog. *Market Egalitarianism* hat sowohl in den USA als auch in Europa maßgeblich zu der Entwicklung und Ausgestaltung des Kapitalmarktrechts beigetragen.<sup>82</sup> So formuliert insbesondere Erwägungsgrund Nr. 49 der MAR, dass die öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen durch Emittenten von wesentlicher Bedeutung ist, um Insidergeschäften und der Irreführung von Anlegern vorzubeugen.<sup>83</sup>

Von dem so verfolgten Schutz soll aber nicht jedwede Person umfasst sein, die tatsächlich oder potentiell mit Finanzinstrumenten handelt. Denn selbst Vertreter einer weitgehenden Publizitätspflicht gehen davon aus, dass infolge einer öffentlichen Bekanntgabe von Insiderinformationen nur diejenigen Anleger zu begünstigen

<sup>77</sup> Hüffer/Koch, AktG, § 78 Rn. 32; J. Koch, AG 2019, 273, 279 f.; Wilsing, ZGR 2020, 276, 283 ff. Vgl. hierzu eingehend § 11 A. II. 3.

<sup>78</sup> Seligman, 9 J. Corp. L. (1983), 1, 51.

<sup>79</sup> Vgl. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 i. V. m. Art. 2 Ziff. i DurchfVO 2016/1055. Hierzu Hansen, 18 ERA Forum (2017), 21, 25; Kumpun/Misterek, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 7 VO (EU) 596/2014 Rn. 101.

<sup>80</sup> Enriques/Gilotta, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 515.

<sup>81</sup> Easterbrook/Fischel, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 693 ff.

<sup>82</sup> SEC v Texas Gulf Sulphur Co. 401 F. 2d 833, 849 (2d Cir. 1968).

<sup>83</sup> Vgl. etwa auch Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 7: „Doppelfunktion als Publizitäts- und Präventionsinstrument“.

sind, die sich aktiv mit Informationen versorgen, um Finanzinstrumente zu kaufen, die unterbewertet sind, und umgekehrt Finanzinstrumente zu verkaufen, die überbewertet sind (sog. Informationshändler).<sup>84</sup> Dies folge aus Erwägungsgrund Nr. 23 Satz 1 MAR, der von einem „ungerechtfertigten Vorteil“ spreche, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil Dritter erzielt werde, die diese Informationen nicht kennen würden.<sup>85</sup> Von der Anlegergruppe der Informationshändler seien sog. Utilitätshändler zu unterscheiden, die nicht infolge einer Über- oder Unterbewertung profitieren würden, sondern eine andere Motivation für ihren Handel hätten. Dazu würden etwa Portfolioinvestoren gehören, die ihr Geld in einem breit diversifizierten Portfolio von Wertpapieren anlegen, oder sog. Hedger, die sich am Markt gegen Risiken versichern wollen. Im Unterschied zu Informationshändlern würden Utilitätshändler rational uninformiert bleiben und würden – wenn überhaupt – nur reflexmäßig beeinflusst, wenn ein Emittent Insiderinformationen bekannt gebe.<sup>86</sup> Wenn im Folgenden von Anlegern die Rede ist, sind daher Informationshändler gemeint.

## 2. Anlegerschutz als Marktvertrauensschutz

Darüber hinaus kommt es darauf an, unter welchem Bezugspunkt die Anleger zu schützen sind. So stellt sich die Frage, ob individuelle Verluste jedes einzelnen Anlegers zu verhindern sind oder ob die Anleger in ihrer Gesamtheit vor Einbußen bewahrt werden sollen, die infolge einer unzureichenden Informationsversorgung auf dem Kapitalmarkt entstehen. Dies hängt davon ab, inwieweit es sich bei den Verlusten der individuellen Anleger oder bei den Verlusten der gesamten Anlegergruppe um Einbußen handelt, vor denen die MAR bewahren will. Um diese Frage zu beantworten, bietet es sich an, zwischen einer kurzfristigen Betrachtung, in der etwa nur eine einzige Transaktion stattfindet, und einer langfristigen Betrachtung, in der eine Vielzahl von Transaktionen durchgeführt wird, zu unterscheiden.

Bei einer einzelnen Transaktion, die aufgrund einer unzureichenden Informationsgrundlage stattfindet, ist der finanzielle Nachteil (oder Vorteil) des kaufenden Anlegers die Kehrseite des Gewinns (oder Verlusts) des verkaufenden Anlegers.<sup>87</sup> Insoweit folgt zwar ein individueller Verlust eines Anlegers, jedoch wird dieser durch

<sup>84</sup> Vgl. hierzu und zum Folgenden Klöhn, in: Klöhn, MAR, Vor Art. 17 Rn. 61 ff.; Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 354 ff. S. auch Gilson/Kraakman, 70 Va. L. Rev. (1984), 549, 573; Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L. J. (2006), 711, 723. Speziell im Zusammenhang mit den Zielen einer Veröffentlichungspflicht vgl. Enriques/Gilotta, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 524.

<sup>85</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Vor Art. 7 Rn. 129.

<sup>86</sup> Das ist etwa der Fall, wenn sie das Risiko nicht oder nicht vollständig diversifiziert haben oder an niedrigeren Handelskosten teilhaben, wenn es infolge höherer Informationsdichte zu höherer Liquidität kommt.

<sup>87</sup> Bratton/Wachter, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 93; Fox, Wis. L. Rev. 2009, 297, 302; Langevoort, 42 Wake Forest L. Rev. (2007), 627, 632; Hellgardt, Kapitalmarktdeliktensrecht, S. 140 f.; Wagner, in: FS Köndgen, S. 650, 671.

den Gewinn eines anderen Anlegers spiegelbildlich aufgewogen. Daher hat eine unzureichende Informationsversorgung des Kapitalmarkts kurzfristig nicht zur Folge, dass sich die gesamtgesellschaftlichen Ressourcen verringern, sondern sorgt lediglich dafür, dass die bereits vorhandenen Ressourcen anders auf die Akteure verteilt werden. Somit handelt es sich um eine Umverteilung und nicht um einen Wohlfahrtsverlust (sog. Umverteilungsschäden).<sup>88</sup> Nach Maßgabe der MAR ist eine reine Umverteilung aber nicht unerwünscht. Denn der Gesetzgeber strebt ausweislich des Erwägungsgrunds Nr. 2 der MAR neben der „Effizienz“ von Kapitalmärkten auch „Wirtschaftswachstum und Wohlstand“ an. Diese Aspekte definieren sich ausschließlich dadurch, ob insgesamt Verluste zu erwarten sind, und nicht dadurch, wie Vor- und Nachteile auf die individuellen Akteure verteilt sind.<sup>89</sup> Wenn also kurzfristig keine unerwünschten Verluste infolge unzureichender Informationen drohen, verspricht eine zusätzliche Informationsversorgung auch keinen zusätzlichen Nutzen, der für den Kapitalmarkt relevant wäre. Vielmehr würde ein Ressourceneinsatz des Emittenten,<sup>90</sup> der darauf gerichtet ist, solche Umverteilungen zu vermeiden, zu einem Wohlfahrtsverlust führen, da beim Emittenten Kosten für den Veröffentlichungsprozess entstehen, diesen aber kein gesamtgesellschaftlicher Vorteil gegenüberstünde. Wenn also von Schäden berichtet wird, die Anleger infolge einer für sie nachteiligen Transaktion wegen einer unzureichenden Informationsgrundlage erleiden,<sup>91</sup> handelt es sich nicht um Schäden, die gesamtgesellschaftlich angefallen sind, weil es Anleger gibt, für die ebendiese Transaktionen in gleichem Maße vorteilhaft waren.

Anders ist die Situation zu beurteilen, wenn es um eine Vielzahl von Transaktionen in einem langfristig betrachteten Zeitraum geht. So sorgt eine Informationsversorgung langfristig dafür, dass ein Anleger sich überhaupt dazu entschließt, am Sekundärmarkt teilzunehmen. Dabei geht die Investitionsbereitschaft des Aktionärs aber nicht schon dadurch verloren, dass er bei einer einzelnen Transaktion einen Verlust infolge eines Informationsdefizits erleidet, da er ihn auf lange Sicht an anderer Stelle wieder ausgleichen kann. Erst wenn Informationsasymmetrien kontinuierlich bestehen bleiben, rechnet selbst ein bestmöglich diversifizierter Anleger nicht damit, etwaige Einbußen in Zukunft kompensieren zu können, und wird dem Kapitalmarkt fernbleiben. Infolgedessen steigt für den Emittenten der Preis für die Kapitalbeschaffung auf dem Primärmarkt, sodass es für ihn außergewöhnlich teuer

---

<sup>88</sup> Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 267; vgl. auch Easterbrook/Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, S. 311 f.: „There have been three detailed studies of returns to investors before and after the 1933 act; none found evidence of substantial benefits“.

<sup>89</sup> Zum Unterschied zwischen Effizienz und Umverteilung vgl. statt aller Mankiw/Taylor, *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*, S. 4: „Effizienz bedeutet die Größe des ökonomischen Kuchens, [Verteilungs-]Gerechtigkeit die Verteilung des Kuchens“.

<sup>90</sup> Dieser würde sich, wie gesehen, an den Haftungsrisiken der Ad-Hoc-Pflicht orientieren.

<sup>91</sup> Z. B. die rund 9 Mrd. im VW-Prozess am OLG Braunschweig, Az. 3 Kap 1/16. Vgl. zu Schäden und Streitwerten in anderen Prozessen den Überblick bei Wichmann, *Haftung am Sekundärmarkt*, S. 2 ff.

bis überhaupt nicht möglich wird, Kapital zu beschaffen.<sup>92</sup> Im Gegensatz zu den Umverteilungsschäden stellen solche Liquiditätseinbußen gesamtgesellschaftliche Verluste dar, die von der MAR unerwünscht sind.<sup>93</sup> Sie kommen dadurch zustande, dass die Anleger langfristig das Vertrauen in die Funktionsweise des Kapitalmarkts verlieren (sog. Ressourcenschäden).

Dass sich der Anlegerschutz nur an solchen gesamtgesellschaftlichen Ressourcenschäden und nicht an den individuellen Umverteilungsschäden orientieren kann, zeigt schließlich die folgende Überlegung: Befinden sich die Parteien einer Transaktion im Unwissen über eine Insiderinformation, könnten sie sich im Vorhinein nicht dafür entscheiden, ob der Emittent aus ihrer Sicht lieber rechtzeitig (hinreichende Informationsversorgung) oder erst verspätet (unzureichende Informationsversorgung) veröffentlichen sollte. Während im *Geltl*-Fall die verkaufenden Anleger im Nachhinein gerne von dem öffentlich positiv bewerteten Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden Prof. Dr. Schrempp erfahren hätten, kam den kaufenden Anlegern der Verstoß gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht sogar gelegen, da sie ansonsten mehr für die erworbenen Finanzinstrumente hätten zahlen müssen. Umgekehrt gestaltet sich die Lage etwa im Zusammenhang mit der Volkswagen-Diesel-Thematik, in der ein Compliance-Verstoß den Kurs senkt und damit die verkaufenden Anleger zum Nachteil der kaufenden Anleger von dem Verstoß profitieren. Geht aber immer eine Partei der Transaktion als „Gewinner“ einer verspäteten Ad-Hoc-Mitteilung hervor, kann nicht plausibel erklärt werden, wie sie individuell durch die ordnungsgemäße Erfüllung der Ad-Hoc-Publizität „geschützt“ worden wäre.<sup>94</sup>

Vor diesem Hintergrund ist unter dem Anlegerschutz das Anliegen zu verstehen, das gesamtgesellschaftliche Vertrauen in die Seriosität des Kapitalmarkts sicherzustellen.<sup>95</sup> Dementsprechend ist die dem Erwägungsgrund Nr. 49 zugrunde liegende Vorstellung des Gesetzgebers vom Anlegerschutz stets vor dem Hintergrund der allgemeinen Zielbestimmung des Erwägungsgrunds Nr. 2 MAR zu betrachten. Neben der „Effizienz“ und der Förderung von „Wirtschaftswachstum und Wohlstand“ wird danach vor allem das „Vertrauen der Öffentlichkeit in die Finanzmärkte“ zum Grundpfeiler regulatorischer Intervention erhoben. Demnach ist mit dem Anlegerschutz nicht bezweckt, dass die Veröffentlichungspflicht des Emittenten ein solches Ausmaß erreicht, dass alle individuellen Umverteilungsschäden von Anlegern verhindert werden. Vielmehr werden solche in Kauf genommen, soweit ihr Vorliegen nicht langfristig zu einem Vertrauensverlust in den Kapitalmarkt und daraus folgenden Ressourcenschäden führt. Das hat spiegelbildlich zur Folge, dass

<sup>92</sup> *Coffee*, 106 Col. L. Rev. (2006), 1534, 1565 f.

<sup>93</sup> So leidet insb. die institutionelle Effizienz bei fehlender Marktliquidität, vgl. § 4 B. I. 2.

<sup>94</sup> Vgl. dazu, dass gesetzgeberische Entscheidungen vor dem sog. „Schleier des Nichtwissens“ (*veil of ignorance*) getroffen werden sollten *Rawls*, A Theorie of Justice, S. 118 ff. Hierbei ist über eine zukünftige Regelung zu entscheiden, obwohl die Entscheidungsträger selbst nicht wissen, ob sie von der Regelung profitieren oder Nachteile erleiden werden.

<sup>95</sup> *Brellochs*, Publizität und Haftung, S. 15; *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 55; *Rose*, 108 Col. L. Rev. (2008), 1301, 1359 f.

sich die Kosten, die der Emittent für den Veröffentlichungsprozess aufwendet, an dem erwarteten Ressourcenschaden für den Kapitalmarkt und nicht an den erwarteten individuellen Umverteilungsschäden der Anleger zu orientieren haben. Da ein Anleger das Vertrauen in den Kapitalmarkt aber erst verliert, wenn er über einen längeren Zeitraum individuelle Verluste erlitten hat, ist der Ressourcenschaden kleiner als der Umverteilungsschaden.<sup>96</sup> Wenn sich die Veröffentlichungskosten des Emittenten also am Umverteilungsschaden orientieren würden, wären sie gesamtgesellschaftlich exzessiv.<sup>97</sup>

Das bedeutet, dass eine weitgehende Ad-Hoc-Publizität nicht mit der Erwägung begründet werden kann, es müssten sämtliche individuelle Schäden von Anlegern vermieden werden. Vielmehr würde man durch solch eine erweiterte Ad-Hoc-Publizitätspflicht Gefahr laufen, dass der Emittent sich gezwungen sieht, einen Aufwand zu betreiben, der nicht durch gesamtgesellschaftliche Vorteile kompensiert wird. Dadurch können sogar Wohlfahrtsverluste entstehen. Sollte sich etwa herausstellen, dass mit veröffentlichungspflichtigen Informationen ohnehin nur solche Ereignisse assoziiert werden, die der hierfür zuständigen Stelle innerhalb des Emittenten bekannt sind, ist die zusätzliche Risikominderung infolge einer Informationsbeschaffung oder -organisation gering. Zudem ist es möglich, dass die Maßnahmen der Informationsbeschaffung und -organisation durch den Emittenten die Ziele des Anlegerschutzes sogar konterkarieren. Denn sie sorgen jedenfalls dafür, dass sich der Kreis der Personen erweitert, die von einer Insiderinformation Kenntnis haben. Dadurch wird auch die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Information im Vorfeld ihrer Veröffentlichung von ebendiesen Personen dazu ausgenutzt wird, um unwissende Anleger zu übervorteilen.<sup>98</sup> Umso ineffizienter wäre es, wenn dafür Ressourcen des Emittenten aufgewendet würden.

### 3. Information Overload und Substitutionseffekt

Zudem sollte nicht unerwähnt bleiben, dass mit jeder veröffentlichten Insiderinformation nicht nur Aufwand des Emittenten, sondern auch Aufwand der Anleger verbunden ist, weil sie den Inhalt der ihnen präsentierten Informationen verarbeiten müssen. Ein Problem des *Information Overload* besteht damit nicht nur auf Emittentenebene,<sup>99</sup> sondern auch auf Anlegerebene.<sup>100</sup> Daher ist der Sättigungspunkt einer wünschenswerten Informationsversorgung nicht nur dann erreicht, wenn sie die dazu aufgewendeten Ressourcen des Emittenten nicht mehr aufzuwiegen vermag,

<sup>96</sup> Dies bei reinen Vermögensschäden generell annehmend *Bishop*, 2 Oxf. J. Leg. Stud. (1982), 1, 4 ff.

<sup>97</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 267.

<sup>98</sup> Vgl. etwa RegE BT-Drs. 15/3174, S. 35 (linke Spalte): Mit § 15 WpHG a.F. soll der „Kreis der potentiellen Insider möglichst klein gehalten werden“.

<sup>99</sup> Vgl. hierzu bereits § 4 B. I. 4.

<sup>100</sup> *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 311; *Kalss*, ZGR 2020, 217, 218; *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, 9.

sondern auch dann, wenn der zusätzliche Verarbeitungsaufwand für den Anleger den Nutzen überwiegt, den er aus dem Inhalt der Information ziehen kann. Ist diese Schwelle überschritten, ist es für den Anleger sogar besser, von zusätzlichen Informationen verschont zu bleiben.<sup>101</sup> Daher gilt das Postulat der Nichtsättigung im Hinblick auf die Informationsversorgung auf dem Kapitalmarkt („je mehr desto besser“) selbst aus der Warte des Anlegers nicht in der Absolutheit, wie es von Vertretern einer sehr weitgehenden Veröffentlichungspflicht vorgetragen wird.<sup>102</sup> Darüber hinaus können sich sogar zusätzliche Nachteile aufseiten des Anlegers ergeben. Da sämtliche Ressourcen des Unternehmens dafür aufgewendet werden müssten, kurssensitive Umstände preiszugeben, werden andere Informationen, die zwar nicht kursrelevant aber dennoch von großem Interesse sind,<sup>103</sup> nicht bekannt gegeben (sog. Substitutionseffekt).<sup>104</sup> Insoweit wird der Anlegerschutz sogar dadurch erreicht, dass bestimmte Informationen unveröffentlicht bleiben.

In diesem Zusammenhang kann ausschlaggebend sein, welche Arten von Insiderinformationen mit einer Veröffentlichungspflicht des Emittenten in Verbindung gebracht werden. Sollte sich nämlich herausstellen, dass mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur solche Insiderinformationen assoziiert werden, die der hierfür zuständigen Stelle innerhalb des Emittenten bereits bekannt sind, liegt es nahe, dass die Erwartungshaltung des Kapitalmarkts darauf gerichtet ist, dass diese Informationen wichtig genug sind, um den Informationshaushalt der Öffentlichkeit aufzufüllen. Ein weitergehender Pflichtenkanon könnte demnach dazu führen, dass Ressourcen des Emittenten für die Veröffentlichung von Informationen aufgewendet werden, die auf Anlegerseite mehr Verarbeitungskosten als Nutzen verursachen und zudem für eine anderweitig nützliche Öffentlichkeitskommunikation des Emittenten nicht zur Verfügung stehen.

Ein Beispiel für eine insoweit effiziente Lösung bietet etwa das von Haerberle und Henderson vorgestellte Modell,<sup>105</sup> in dem es überhaupt keine Veröffentlichungspflicht gibt. Vielmehr können sich Anleger einen Informationsvorsprung von 12 Stunden erkaufen, indem sie Informationen von einem Emittenten gegen ein Entgelt beziehen. Anleger, die die Kaufoption nicht in Anspruch genommen haben, werden 12 Stunden später unentgeltlich über die entsprechenden Informationen unterrichtet. Erstens zeigt dieses Modell, dass die Informationsproduktion nicht unentgeltlich ist, und zwar dadurch, dass es nunmehr der Anleger und nicht der Emittent ist, der für den Veröffentlichungsprozess aufkommt.<sup>106</sup> Zweitens wird der Anleger von dem Infor-

<sup>101</sup> *Coffee*, 70 Va. L. Rev. (1984), 717, 742, 747.

<sup>102</sup> S. auch *Fleischer*, Informationsasymmetrien, S. 116; *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 798: Es kommt „nicht auf ein *Maximum*, sondern auf ein *Optimum* an Information“ an (Hervorhebung im Text).

<sup>103</sup> Vgl. etwa zur freiwilligen Aktionärsinformation *Kalss*, ZGR 2020, 217, 223.

<sup>104</sup> *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 311.

<sup>105</sup> *Haerberle/Henderson*, 35 Yale J. Regul. (2018), 383 ff.

<sup>106</sup> *Schön*, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 404. Vgl. dazu bereits § 4 B. I.



mationsvorsprung nur dann Gebrauch machen, wenn er erwartet, dass sein daraus resultierender Nutzen die Kosten, einschließlich Kaufpreis und Verarbeitungskosten übersteigt. Dadurch wird ein *Information Overload* vermieden. Und weil die Informationsproduktion des Emittenten unter Geltung der Kaufoption weniger in Anspruch genommen wird als im Falle einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht, verbleiben dem Emittenten ausreichend Ressourcen, um anderweitig nützliche Informationen kommunizieren zu können. Damit wäre auch dem Substitutionseffekt genüge getan.

Zwar scheint ein solches Resultat auf den ersten Blick nicht mit der Entscheidung des Verordnungsgebers vereinbar, den Emittenten mit Art. 17 Abs. 1 MAR gesetzlich dazu zu verpflichten, Insiderinformationen zu veröffentlichen. Jedoch sensibilisiert das Modell von Haeblerle und Henderson dafür, dass die gesamtgesellschaftlich entstehenden Kosten für die Beschaffung, Verarbeitung und Kommunikation von Informationen auch im Rahmen einer gesetzlichen Intervention minimiert werden sollten. Denn auch eine gesetzliche Veröffentlichungspflicht sollte dafür sorgen, dass die Informationspflicht des Emittenten insoweit begrenzt wird, dass den Anleger ausschließlich solche Informationen erreichen, die ihm tatsächlich einen Mehrwert versprechen.

### III. Reduktion von Agenturkosten

#### 1. Begriff

Schließlich soll die Veröffentlichung von relevanten Informationen durch Unternehmen eine tragende Rolle im Rahmen der *Corporate Governance* spielen. Die Bekanntgabe von unternehmensrelevanten Umständen senkt im Rahmen des sog. Prinzipal-Agenten-Konflikts die Überwachungskosten des Aktionärs (Prinzipal), die dadurch entstehen, dass nicht er selbst, sondern das Management (Agent) für die Unternehmensführung und damit für den Einsatz des durch den Aktionär getätigten Investments zuständig ist.<sup>107</sup> Dadurch, dass dem Aktionär Informationen über die Unternehmensführung zur Verfügung gestellt werden, reduziert sich sein Aufwand, um die Führungspersonen zu kontrollieren (sog. Agenturkosten).<sup>108</sup> Ihre Bedeutung erlangt die Veröffentlichungspflicht dadurch, dass sie eine Grundlage dafür bietet, etwaige Zuwiderhandlungen der Führungsebene im Nachhinein aufzudecken.<sup>109</sup> Darüber hinaus erweitert eine Bekanntgabe von relevanten Umständen das Wissen der Vorstände, da sie infolgedessen fortwährend Informationen sammeln und auswerten, was einen positiven Effekt auf ihre Leistung hat.<sup>110</sup> Schließlich besteht der Prinzipal-Agenten-Konflikt nicht nur zwischen den Aktionären und dem Vorstand,

<sup>107</sup> Klöhn, ZIP 2015, 1145, 1150 ff.

<sup>108</sup> Mahoney, 62 U. Chi. L. Rev. (1995), 1047 ff.; Rock, 23 Cardozo L. Rev. (2002), 675 ff.

<sup>109</sup> Fox, 62 Law Contemp. Probl. (1999), 113, 118 ff.

<sup>110</sup> Fox, 62 Law Contemp. Probl. (1999), 113, 116 ff.



sondern auch zwischen Mehrheitsaktionären (Agent) und Minderheitsaktionären (Prinzipal).<sup>111</sup> Daher wird eine Veröffentlichung auch im Falle konzentrierten Mehrheitsbesitzes die Motivation der kontrollierenden Aktionäre senken, Verhaltensweisen zum Nachteil der Minderheitsaktionäre vorzunehmen.<sup>112</sup>

Zudem ergibt sich ein Zusammenhang zwischen der *Corporate Governance* und dem Ziel der Marktpreisrichtigkeit insoweit, als die Transparenz der Preise hinsichtlich der dort abgebildeten Informationen auf die Unternehmen als disziplinierender Faktor auf dem Kapitalmarkt wirkt.<sup>113</sup> Auf diese Weise werden Kosten reduziert, die damit einhergehen, leistungsschwache Unternehmen zum Zwecke einer Übernahme ausfindig zu machen, da jegliches Zurückbleiben hinter den Markterwartungen sogleich in den Aktienkursen abgebildet wird.<sup>114</sup> Schließlich können variable Vergütungsbestandteile, die an den Aktienkurs des Unternehmens gekoppelt sind, für die grundsätzlich risikoaversen Führungspersonen attraktiver werden, da sich infolge „richtiger“ Preise ihr Risiko minimiert, nicht in Höhe des von ihnen erschaffenen Unternehmenswertes ausbezahlt zu werden. Infolgedessen gleicht sich die Motivation des Managements in höherem Maße an die Interessen der Aktionäre an, wodurch wiederum Agenturkosten gesenkt werden.

## 2. Keine Verankerung in der MAR

Allerdings wird man davon ausgehen müssen, dass dem Ziel, Agenturkosten zu senken, verglichen mit den Zielen der Marktpreisrichtigkeit und des Anlegerschutzes – wenn überhaupt – nur eine untergeordnete Bedeutung beigemessen werden kann.<sup>115</sup> Denn erstens kann auf diese Weise nicht erklärt werden, warum sich die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur an Emittenten i. S. d. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 3 MAR und nicht an alle Kapitalgesellschaften richtet.<sup>116</sup> Zweitens ist unverständlich, warum der Emittent nach Maßgabe des Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR i. V. m. Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. i DurchfVO 2016/1055 zur MAR die „breite Öffentlichkeit“ erreichen muss, da die Agenturkosten von Aktionären genauso gut auch dadurch gesenkt werden können, dass Informationen auf der Hauptversammlung kommuniziert werden (vgl. etwa § 131 AktG im deutschen Aktienrecht). Vor diesem Hintergrund ist auch zu beachten, dass Informationsinstrumente, die Agenturkosten von Aktionären senken sollen, dispositiv ausgestaltet sind.<sup>117</sup> Es wird nämlich angenommen, dass es die Aktionäre sind, die am besten einschätzen können, welche Information

<sup>111</sup> *Armour/Hansmann/Kraakman*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, S. 29, 30 f.

<sup>112</sup> *Ferrel*, 2 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* (2007), 81, 88 ff.

<sup>113</sup> *Coffee*, 70 *Va. L. Rev.* (1984), 717, 742, 747; a. A. *Mahoney*, 62 *U. Chi. L. Rev.* (1995), 1047, 1089 ff.

<sup>114</sup> Vgl. hierzu und zum Folgenden etwa *Fox*, 62 *Law Contemp. Probl.* (1999), 113, 120 f.

<sup>115</sup> *Oesterle*, 20 *Cardozo L. Rev.* (1998), 135, 204 f.

<sup>116</sup> *Klöhn*, in: *Klöhn, MAR*, Vor Art. 17 Rn. 43.

<sup>117</sup> *Oesterle*, 20 *Cardozo L. Rev.* (1998), 135, 204 f.

ihnen am meisten nützt. Daher bleibt es dem einzelnen Aktionär überlassen, ob er die Information erfragt oder nicht (sog. *Pull-Mechanismus*, vgl. z.B. § 131 AktG).<sup>118</sup> Dagegen liegt Art. 17 MAR ein sog. *Push-Mechanismus* zugrunde, wonach der Emittent Insiderinformationen unabhängig davon bekanntgeben muss, ob ein Aktionär die Information ersucht oder auf ihre Preisgabe verzichtet.<sup>119</sup> Deswegen können die Agenturkosten von Aktionären auch unter diesem Gesichtspunkt nicht der alleinige Grund sein, warum von dem Emittenten eine Ad-Hoc-Publizität zu fordern ist. Drittens bleibt im Zusammenhang mit der Senkung von Agenturkosten unklar, warum nach Art. 17 MAR nur kursrelevante Ereignisse, nicht aber alle anderen Compliance-Verstöße innerhalb des Unternehmens zu veröffentlichen sind.<sup>120</sup>

### 3. Fehlende Erforderlichkeit der Informationssuche und -organisation

Auch soweit man die Senkung von Agenturkosten als ein Ziel erachtet, das mit der Ad-Hoc-Publizität des Emittenten verfolgt werden sollte, wird dieses Ziel bereits dadurch erreicht, dass solche Insiderinformationen veröffentlicht werden, die der dafür zuständigen Stelle – das ist regelmäßig die Führungsebene<sup>121</sup> – bekannt sind. Weitergehende Maßnahmen wie die Informationssuche oder -organisation sind hingegen nicht erforderlich, um die Anleger über die *Corporate Governance* des Emittenten zu informieren.

Im Verhältnis von Führungsebene und Aktionären befinden sich die Informationen über ein etwaiges Fehlverhalten des Managements bereits bei den Führungspersonen selbst, weswegen es einer zusätzlichen Suche oder Organisation nicht bedarf. Zudem ist es auch die Führungsebene, die den größten Anreiz hat, einer solchen Kontrolle zu entgehen,<sup>122</sup> insbesondere wenn es um Umstände geht, die die Fähigkeit oder die Loyalität des Managements in Frage stellen.<sup>123</sup> Daneben ist das Risiko von Insiderhandel durch Mitglieder des Managements wesentlich größer als durch andere Personen im Unternehmen.<sup>124</sup> Auch der Prinzipal-Agenten-Konflikt zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären wird dadurch entschärft, dass Informationen bekanntgegeben werden, von denen der Vorstand Kenntnis hat. Das ist bereits deshalb der Fall, weil die Informationsasymmetrie zwischen Mehrheits- und

<sup>118</sup> J. Koch, ZGR 2020, 183, 186, 195 f.

<sup>119</sup> Vgl. zur Ausgestaltung von Informationspflichten J. Koch, ZGR 2020, 183, 186 f.

<sup>120</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 11.

<sup>121</sup> Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 33; Habersack, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 54, 65; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 60; Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 38; eingehend § 11 A.

<sup>122</sup> Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L. J. (2006), 711, 749, 760; Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 269.

<sup>123</sup> Bratton/Wachter, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 106 ff.; Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L. J. (2006), 711, 776.

<sup>124</sup> Bratton/Wachter, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 83; „Unsurprisingly, the insiders are usually high-level managers at the stock issuer in question“.

Minderheitsaktionären erst dadurch entsteht, dass der Vorstand Informationen an die Mehrheitsaktionäre selektiv weitergibt.<sup>125</sup> Regelmäßig handelt es sich um Informationen über unternehmerische Vorhaben, Vermögensgegenstände oder Beteiligungsverhältnisse.<sup>126</sup>

Schließlich wird vorgebracht, dass eine Veröffentlichungspflicht zu beschaffender oder intern zu organisierender Informationen das Wissen der Vorstände erweitern, da sie fortwährend Informationen sammeln und auswerten würden, was einen positiven Effekt auf ihre Leistung habe.<sup>127</sup> Allerdings erklärt dieser Begründungsstrang nur, warum die Kenntnis des Vorstands notwendig für eine gute Leistung im Interesse der Aktionäre ist, und weniger, warum es gerade einer Veröffentlichung bedarf, damit der Vorstand sich möglichst viel Wissen aneignet. Das Argument zielt also genau genommen darauf ab, dass das Management – und nicht der Aktionär – hinreichend informiert ist.

Dem Interesse der Öffentlichkeit, dass ein Vorstand Maßnahmen unternimmt, die seine Leistung positiv beeinflussen, ist dabei auf anderem Wege abgeholfen. Entscheidend ist nämlich, dass sich die Aktionäre nicht für die Information selbst interessieren. Vielmehr geht es ihnen unter diesem Gesichtspunkt einzig darum, dass das Management unter Rückgriff auf eine hinreichende Informationsgrundlage eine positive Leistung erbringt, die den Unternehmenswert steigert. Solange der Unternehmenswert steigt, spielt es für den Aktionär nämlich keine Rolle, welche Informationen das Management heranzieht, um seine Tätigkeit auszuüben. Und ob der Unternehmenswert steigt, können die Aktionäre anhand des Aktienkurses ermitteln.<sup>128</sup> Daher bedarf es vor diesem Hintergrund keiner zusätzlichen Veröffentlichung, die bestätigt, dass eine Information auf Managementebene tatsächlich erlangt und unternehmenseffizient verarbeitet worden ist. Insoweit stünde dafür aufgewendeten Ressourcen des Emittenten kein Mehrwert aufseiten der Aktionäre gegenüber. Dementsprechend weisen Enriques und Gilotta darauf hin, dass die Generierung von Wissen des Managements als Ziel einer Veröffentlichungspflicht nicht überbewertet werden sollte, da Veröffentlichungspflichten regelmäßig darauf gerichtet seien, dem Management bereits bekannte Informationen zu veröffentlichen.<sup>129</sup>

<sup>125</sup> Kalss, ZGR 2020, 217, 223; J. Koch, ZGR 2020, 183, 198 f.

<sup>126</sup> Ferrel, 2 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. (2007), 81, 89.

<sup>127</sup> Fox, 62 Law Contemp. Probl. (1999), 113, 116 ff.

<sup>128</sup> Vgl. zu fehlendem Informationsbedürfnis bei Abbildung im Aktienkurs Zetzsche, AG 2019, 701, 705. Zu rechtlichen Mechanismen, die dafür sorgen, dass sich der Vorstand hinreichend informiert vgl. eingehend § 4 C. III. 3.

<sup>129</sup> Enriques/Gilotta, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 517 mit Fn. 27.

#### 4. Doppelrolle der Anleger

Während Uneinigkeit darüber besteht, ob mit einer Veröffentlichung von Insiderinformationen Agenturkosten gesenkt werden sollen, sollte jedenfalls Einvernehmen darüber herrschen, dass die Ad-Hoc-Publizität Agenturkosten nicht zusätzlich erhöhen darf. Eine solche Gefahr besteht aber, wenn der Pflichtenkatalog und damit die Haftungsrisiken des Emittenten ein solches Ausmaß annehmen, dass die damit verbundenen Kosten mittelbar die Anleger treffen und ihren Informationsgewinn übersteigen.

Zunächst tragen die Anleger mittelbar die Kosten, die von dem Emittenten dafür aufgewendet werden müssen, um der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nachzukommen. Dabei ist zu erkennen, dass der Emittent die Veröffentlichungspflicht nicht selbst erfüllt, sondern sich hierfür natürlicher Personen bedient, die unternehmensintern verantwortlich sind. Dies sind regelmäßig die Mitglieder der Führungsebene.<sup>130</sup> Konsequenterweise besteht für sie die Gefahr, von dem Emittenten in Regress genommen zu werden, wenn sie die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht ordnungsgemäß für ihn wahrnehmen.<sup>131</sup> Je weiter der Pflichtenkatalog des Emittenten im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität ist, den die Führungspersonen zu erfüllen haben, desto wahrscheinlicher ist es, dass sich ein Regressanspruch realisiert. Daher haben die Vorstandsmitglieder einen Anreiz, sich gegen eine potentielle Regresshaftung abzusichern. Dies geschieht regelmäßig dadurch, dass die Vorstandsmitglieder in großem Umfang präventiv externen Rechtsrat einholen, um im Streitfall nachweisen zu können, dass sie ihre Sorgfaltspflicht eingehalten haben.<sup>132</sup>

Da sie für diese Absicherung aber nicht aus ihrem Privatvermögen aufkommen, werden sie diese exzessiv betreiben: Sie stiftet ihnen persönlich nur Nutzen, ohne sie etwas zu kosten – es handelt sich um *other people's money*.<sup>133</sup> Und so schließt sich der Kreis an dem Ende, an dem er angefangen hat, wenn man danach fragt, von wem die Ressourcen stammen, die von den Führungsmitgliedern dafür aufgewendet werden, um die Ad-Hoc-Publizität für den Emittenten wahrzunehmen: Bei den aufgewendeten Beträgen handelt es sich nämlich um die Investition der Aktionäre.<sup>134</sup> Dadurch haben die Anleger mittelbar Agenturkosten dafür aufgewendet, dass der Vorstand die Ad-Hoc-Publizität erfüllt, die eigentlich zugunsten der Anleger konzipiert wurde. Zudem transponiert die Zwischenschaltung von Vorstandspflichten gegenüber der Gesellschaft diese Kosten auf eine umso höhere Ebene, je mehr Rechtsunsicherheit über das Ausmaß der Ad-Hoc-Publizität des Emittenten herrscht, da sich der Vor-

<sup>130</sup> Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 33; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 54, 65; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 60; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 38; eingehend § 11 A.

<sup>131</sup> Vgl. etwa § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG.

<sup>132</sup> Vgl. etwa die Exkulpation nach § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG.

<sup>133</sup> *Schön*, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 400.

<sup>134</sup> S. auch *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. (1997), 101, 128: „costs all ultimately borne by the firm's shareholders“.

stand wegen seiner Risikoaversion<sup>135</sup> noch intensiver wird absichern wollen als der risikoneutrale Emittent. Auch vor diesem Hintergrund sollten Maßnahmen, die nicht im Gesetzeswortlaut ausgeschrieben und erläutert sind, nicht von der Ad-Hoc-Publizitätspflicht umfasst sein.<sup>136</sup>

Außerdem tragen die Anleger auch die Kosten, die dadurch entstehen, dass eine Haftung des Emittenten tatsächlich eintritt. Haftet der Emittent, kommen die Aktionäre für den wirtschaftlichen Schaden auf, da sie die wirtschaftlichen Eigentümer des Emittenten sind.<sup>137</sup> Eine solche Haftung ist umso wahrscheinlicher, je mehr Pflichten man dem Emittenten im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität auferlegt. Auf diese Weise verwandeln sich sämtliche Kosten- und Haftungsrisiken des Emittenten letztlich in Agenturkosten der Anleger. Damit einhergehend äußerte der U. S. Court of Appeals for the Second Circuit zutreffend:<sup>138</sup>

„Any remedy imposed against the issuer itself is indirectly imposed on all holders of the common stock, usually the most important segment of the total category of investors intended to be protected.“

Von den aufsichtsrechtlichen Konsequenzen sind sowohl die Altanleger<sup>139</sup> als auch die Neuanleger<sup>140</sup> gleichermaßen betroffen. Im Hinblick auf eine zivilrechtliche Schadensersatzhaftung könnte man auf den ersten Blick hingegen meinen, dass die Neuanleger zulasten der Altanleger profitieren, da die Neuanleger ihren erlittenen Kursverlust im Wege einer Schadensersatzklage ausgleichen könnten.<sup>141</sup> Tatsächlich wirkt sich aber auch eine exzessive zivilrechtliche Schadensersatzhaftung langfristig negativ auf beide Anlegergruppen aus. Denn durch jeden Kauf von Wertpapieren wird ein Neuanleger zu einem potentiellen Altanleger, da es vom Zufall abhängt, zu welchem Zeitpunkt eine Insiderinformation entsteht und zu welchem Zeitpunkt sie an die Öffentlichkeit gerät. Haben etwa zwei Neuanleger dasselbe Finanzinstrument gekauft und hat am dritten Tag einer von ihnen verkauft, obwohl am zweiten Tag eine positive Insiderinformation entstanden ist, haftet je nach Ausgestaltung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht der in der Gesellschaft gebliebene Neuanleger demjenigen, der gleich wieder zu einem geringeren Preis verkauft hat. Dieses Risiko erkennt der Neuanleger aber nicht erst in dem Moment, in dem er das Wertpapier bereits er-

<sup>135</sup> J. Koch, AG 2012, 429, 433.

<sup>136</sup> Vgl. zum Faktor der Rechtsunsicherheit bereits § 4 B. III.

<sup>137</sup> Hüffner/Koch, AktG, § 78 Rn. 32; J. Koch, AG 2019, 273, 283; Reuter, NZG 2019, 321 ff.

<sup>138</sup> SEC v Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833, 866 f. (2d Cir. 1968) (Friendly J. concurring).

<sup>139</sup> Unter Altanlegern versteht man diejenigen Anleger, die das Finanzinstrument erworben haben, bevor eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation vorgelegen hat.

<sup>140</sup> Unter Neuanlegern versteht man diejenigen Anleger, die das Finanzinstrument erworben haben, nachdem eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation vorgelegen hat.

<sup>141</sup> Bratton/Wachter, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 93 ff.; Coffee, 106 Col. L. Rev. (2006), 1534, 1556 ff.; Langevoort, 42 Wake Forest L. Rev. (2007), 627, 632 f.: „pocket shifting“; Lipton, 92 Wash. U. L. Rev. (2015), 1261, 1265, 1283; Rose, 108 Col. L. Rev. (2008), 1301, 1313; Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 267 ff.

worben hat, sondern preist das Risiko, wirtschaftlich haftender Altanleger zu sein, in seine Investition mit ein. Dadurch erhöhen sich gleichzeitig die Opportunitätskosten seiner Investition, da Anlageprodukte in Ländern, in denen ein Ad-Hoc-Pflichtenprogramm mit weniger Kosten- und Haftungsrisiken des Emittenten besteht, attraktiver werden.

#### **IV. Zwischenergebnis**

Als Ziele, die mit dem Instrument der Ad-Hoc-Pflicht zu verfolgen sind, werden die Richtigkeitsgewähr des Marktpreises, die Reduktion von Agenturkosten und insbesondere der Anlegerschutz genannt. Während der Anlegerschutz ausweislich des Erwägungsgrunds Nr. 49 MAR wohl am deutlichsten zum Ausdruck kommt, lässt sich das Ziel der Richtigkeitsgewähr des Marktpreises darauf stützen, dass nach Erwägungsgrund Nr. 2 MAR ein „effizienter“ und „transparenter“ Kapitalmarkt zu fördern ist. Da in der MAR nirgends angedeutet ist, dass durch die Ad-Hoc-Publizität Agenturkosten gesenkt werden müssen, besteht Uneinigkeit, ob Art. 17 MAR dieses Ziel verfolgt, zumal der Tatbestand nicht auf die Lösung eines Prinzipal-Agenten-Konflikts ausgerichtet zu sein scheint.

Jedenfalls sind all diesen Zielen Einbußen inhärent, die sich aufseiten des verpflichteten Emittenten und sogar aufseiten der eigentlich zu schützenden Anleger realisieren. So kann insbesondere den Vorgaben der Effizienz und des Anlegerschutzes keine Maximalverpflichtung des Emittenten entnommen werden. Vielmehr wird zu ermitteln sein, in welchem Moment der Gesetzgeber den Sättigungspunkt erreicht sieht, in dem die Inanspruchnahme des Emittenten im Wege des Art. 17 MAR ausgereizt ist. Vor dem Hintergrund der in Erwägungsgrund Nr. 5 MAR verfolgten Rechtssicherheit wird darüber insbesondere der Wortlaut des Art. 17 MAR Auskunft geben. Schließlich zeigt die Doppelrolle der Anleger, dass es vom Zufall abhängt, ob sie zum einen Begünstigte oder Benachteiligte einer Transaktion und zum anderen ob sie Begünstigte oder Benachteiligte einer Haftung des Emittenten sind. Daher ist es auch unter diesem Gesichtspunkt nicht wünschenswert, wenn die Ziele der Ad-Hoc-Publizität um jeden Preis verfolgt werden.

### **C. Erfordernis einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR**

#### **I. Ziel und Eingrenzung der Untersuchung**

Selbst wenn der gesamtgesellschaftliche Nutzen alle Kosten aufwiegen würde, die mit einer Beschaffung, Organisation und Bekanntgabe von Insiderinformationen einhergehen, ist damit noch nicht gesagt, dass der Emittent mithilfe einer Vorschrift wie Art. 17 MAR zu diesen Maßnahmen verpflichtet werden sollte. Denn jeder

gesetzliche Eingriff muss dadurch legitimiert sein, dass er erforderlich ist, um ein bestimmtes Ziel zu erreichen.<sup>142</sup> Nur dann ist es gerechtfertigt, private Freiheitsräume eines Unternehmens<sup>143</sup> und die informationelle Selbstbestimmung der juristischen Person zu beschneiden.<sup>144</sup> Dass solche Erwägungen im Rahmen der MAR eine tragende Rolle spielen, belegt nicht zuletzt Erwägungsgrund Nr. 77 MAR, wonach die MAR im Einklang mit der Grundrechte-Charta der Europäischen Union auszulegen und anzuwenden ist. So schützt die unternehmerische Freiheit nach Art. 16 GRCh unter anderem die Entscheidungsbefugnis der juristischen Person über den Einsatz ihrer finanziellen Ressourcen.<sup>145</sup> Eine gesetzliche Intervention durch Art. 17 MAR ist somit nur erforderlich, wenn und soweit die damit verfolgten Ziele<sup>146</sup> nicht bereits durch freiwillig abgewinkelte Marktprozesse erreicht werden.<sup>147</sup>

Deshalb wird im Folgenden untersucht, warum es erforderlich ist, den Emittenten gesetzlich zu einer Veröffentlichung kursrelevanter Informationen zu verpflichten. Als Rechtfertigung dafür, einem Unternehmen die gesetzliche Pflicht aufzuerlegen, kursrelevante Informationen mit der Öffentlichkeit zu teilen, werden die Eigenschaft einer Information als öffentliches Gut und positive Externalität (II.), Prinzipal-Agenten-Probleme (III.) und der Standardisierungsgedanke (IV.) angeführt.<sup>148</sup> Je nachdem, ob diese Erwägungen auch eine Verpflichtung des Emittenten tragen, Insiderinformationen zu beschaffen und zu organisieren, wird sich herausstellen, ob diese Maßnahmen ebenfalls von dem Pflichtenkatalog des Art. 17 Abs. 1 MAR umfasst sind oder nicht.

## II. Die Information als öffentliches Gut und positive Externalität

### 1. Bedeutung

Unter anderem die Eigenschaft einer Information als öffentliches Gut soll es rechtfertigen, den Emittenten gesetzlich zu einer Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen zu verpflichten.<sup>149</sup> Ein öffentliches Gut zeichnet sich dadurch aus, dass der Inhaber niemanden von der Mitbenutzung ausschließen kann (Nicht-

<sup>142</sup> *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 526: „Regulation is usually advocated as a corrective response to market failure“.

<sup>143</sup> *Schön*, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 395.

<sup>144</sup> *Pfisterer*, Unternehmensprivatsphäre, S. 91 ff.

<sup>145</sup> EuGH, Urt. v. 27. 3. 2014, C-314/12, ECLI:EU:C:2014:192, Rn. 49 – UPC, NJW 2014, 1577; *Jarass*, GRCh, Art. 16 Rn. 10. Vgl. auch Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU Wachstumsmärkten, 2018/0165 (COD).

<sup>146</sup> S. dazu bereits § 4 B.

<sup>147</sup> *Cianciaruso/Sridhar*, 56 J. Account. Res. (2018), 1253.

<sup>148</sup> *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 520 ff.

<sup>149</sup> *Coffee*, 70 Va. L. Rev. (1984), 717, 725 ff.

ausschließbarkeit) und dass jemand das Gut nutzen kann, ohne dass ein anderer in der Nutzung beeinträchtigt ist (Nichtrivalität).<sup>150</sup> Prominentes Beispiel für ein öffentliches Gut ist etwa ein Leuchtturm. Es ist nicht möglich, vorbeifahrende Schiffe von seiner Benutzung auszuschließen, auch hindert die Nutzung durch ein Schiff ein anderes Schiff nicht daran, den Leuchtturm ebenfalls als Orientierungspunkt in Anspruch zu nehmen. Eine Information fällt unter Anwendung dieser Maßstäbe ebenfalls unter die Kategorie eines öffentlichen Guts. Es ist nämlich äußerst schwierig, andere Marktteilnehmer von ihrer Nutzung auszuschließen,<sup>151</sup> zudem bleibt der Inhalt einer Information unabhängig davon erhalten, ob sie anderweitig genutzt wird oder nicht.<sup>152</sup>

Eng verzahnt mit den Eigenschaften öffentlicher Güter ist das Phänomen sog. externer Effekte. Externe Effekte entstehen, wenn ein Akteur bei der Entscheidung über sein eigenes Verhalten nur den eigenen Aufwand und Profit in Betracht zieht, ein sich davon unterscheidendes Kosten-Nutzen-Verhältnis der gesamten Gesellschaft aber nicht oder zumindest nicht in vollem Umfang würdigt.<sup>153</sup> Dabei können zum einen negative Externalitäten entstehen, die zusätzliche Kosten für die Gesellschaft verursachen, von dem Akteur selbst aber unberücksichtigt bleiben.<sup>154</sup> Beispielhaft dafür sei etwa eine Fabrik genannt, die im Rahmen ihrer Produktionsentscheidungen ignoriert, dass Umweltschäden durch CO<sub>2</sub>-Emissionen entstehen können.<sup>155</sup> Da das Unternehmen nur individuelle Kosten, nicht aber die Kosten der Gesellschaft berücksichtigt, produziert es mehr als gesamtgesellschaftlich wünschenswert. Zum anderen gibt es aber auch positive externe Effekte, die zwar einen Nutzenzuwachs für die Gesamtwohlfahrt bedeuten, im Kalkül des einzelnen Akteurs aber keine Entsprechung finden.<sup>156</sup> Steht ein Akteur etwa vor der Entscheidung, sich einen Bienenstock zuzulegen, ist für ihn nur der eigene Nutzen maßgebend, der darin besteht, dass die Bienen die eigenen Blüten bestäuben. Dagegen berücksichtigt der Akteur im Rahmen seiner Entscheidungsfindung nicht den gesamtgesellschaftlichen Vorteil, der sich etwa daraus ergeben würde, dass die Bienen nicht nur seine eigenen, sondern sämtliche Blüten im Ort bestäuben würden. Wenn die eigenen Blüten des Akteurs bereits vollumfänglich durch einen einzigen Bienenstock bestäubt werden können, wird er keine Kosten dafür aufwenden, einen zweiten Bienenstock anzuschaffen, auch wenn dadurch mehr fremde Blüten bestäubt werden könnten. Konsequenterweise produziert der Akteur weniger, als gesamtgesellschaftlich erwünscht wäre.

---

<sup>150</sup> Statt aller *Morell*, in: Towfigh/Petersen, *Ökonomische Methoden im Recht*, Rn. 166.

<sup>151</sup> *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, *Financial Regulation*, S. 511, 521; *Kalss*, ZGR 2020, 217, 218 f.

<sup>152</sup> *Kalss*, ZGR 2020, 217, 218 f.

<sup>153</sup> Statt aller *Morell*, in: Towfigh/Petersen, *Ökonomische Methoden im Recht*, Rn. 161.

<sup>154</sup> Beispielhaft *Coase*, 3 J. L. & Econ. (1960), 1, 6 f.

<sup>155</sup> Ähnliche Beispiele bei *Coase*, 3 J. L. & Econ. (1960), 1, 2 f.

<sup>156</sup> *Mankiw/Taylor*, *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*, S. 330 f.



Auch eine veröffentlichte Information lässt sich als positive Externalität einordnen, da der Veröffentlichungsnutzen der gesamten Gesellschaft größer ist als der Veröffentlichungsnutzen des Inhabers der Information.<sup>157</sup> So kann etwa eine durch Coca-Cola veröffentlichte Insiderinformation es der Öffentlichkeit ermöglichen, auch den Wertpapierkurs von Pepsi zuverlässiger zu bestimmen.<sup>158</sup> Dies ist ein gesamtgesellschaftlicher Vorteil, den Coca-Cola bei ihrer individuellen Entscheidung über eine Veröffentlichung aber nicht würdigen wird. Die Divergenz zwischen dem insoweit höheren gesellschaftlichen Nutzen einer Veröffentlichung und dem individuellen Nutzen des Emittenten steigt umso mehr, je intensiver das Wettbewerbsverhältnis zwischen unterschiedlichen Emittenten (im Beispiel Coca-Cola und Pepsi) ausgestaltet ist (sog. Übertragungs- bzw. *Spill-Over-Effekt*).<sup>159</sup> Darüber hinaus mögen konkurrierende Unternehmen<sup>160</sup> und auch Stakeholder des Emittenten wie etwa Zulieferer, Arbeitnehmer und Kunden von einer veröffentlichten kursrelevanten Information profitieren.<sup>161</sup> Auch diesen gesamtgesellschaftlichen Vorteil lässt ein Unternehmen bei einer Entscheidung über eine Veröffentlichung unberücksichtigt.<sup>162</sup>

## 2. Im Ausgangspunkt fehlender Anreiz zur Veröffentlichung

Der Inhaber einer Information hat von sich aus einen zu geringen Anreiz, die Information öffentlich preiszugeben, da er ab dem Veröffentlichungszeitpunkt nicht mehr kontrollieren kann, wer die Information außer ihm noch nutzt.<sup>163</sup> Ohne eine Veröffentlichungspflicht des Emittenten würden daher weniger Informationen bekanntgegeben als gesamtgesellschaftlich wünschenswert.<sup>164</sup> Das führt insbesondere dazu, dass Investoren exzessiv nach für sie relevanten Informationen suchen würden, da jeder von ihnen den Anreiz hätte, der erste zu sein, der von einem relevanten Umstand weiß. Hierdurch würde gesamtgesellschaftlich redundanter Aufwand entstehen, da sich mehrere Anleger mit der Suche nach ein und derselben Information beschäftigen würden. Die Pflicht des Emittenten, solch relevante Umstände zu

<sup>157</sup> *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 522.

<sup>158</sup> Beispiel nach *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 522.

<sup>159</sup> *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 686.

<sup>160</sup> *Benston*, 44 Account. Rev. (1968), 515; *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 677; *Guttenag*, 32 Fla. St. U. L. Rev. (2004), 123, 140; *Schön*, 6 J. Corp. L. Stud. (2006), 259, 277 ff.

<sup>161</sup> *Fox*, 85 Va. L. Rev. (1999), 1335, 1345 f.

<sup>162</sup> Die letztgenannten Faktoren wird ein Emittent regelmäßig sogar als Nachteile einer Veröffentlichung empfinden, was erst recht für die Einordnung einer Information als positive Externalität spricht.

<sup>163</sup> Vgl. auch RegE BT-Drs. 12/6679, S. 58: „Darüber hinaus hat derjenige, der neue bedeutsame Tatsachen nach § 15 [WpHG a. F.] nicht unverzüglich mitteilt oder veröffentlicht, [...] in der Regel ein erhebliches wirtschaftliches Interesse an diesem Unterlassen“.

<sup>164</sup> *Coffee*, 70 Va. L. Rev. (1984), 717, 725 ff.

veröffentlichen, vermeidet derart mehrfach anfallende Kosten, indem die Informationsbekanntgabe in den Händen eines Unternehmens „zentralisiert“ wird.<sup>165</sup>

Auch ergibt sich aus der Einordnung einer kursrelevanten Information als positive Externalität, dass der Emittent von sich aus keinen ausreichenden Anreiz hat, Informationen bekanntzugeben, da sein individueller Vorteil einer Veröffentlichung stets hinter dem gesamtgesellschaftlichen Vorteil aus der Veröffentlichung zurückbleibt.<sup>166</sup> Daher versucht der Gesetzgeber, dem insoweit existierenden Fehlanreiz des Emittenten entgegenzuwirken, indem er ihn zur Bekanntgabe kursrelevanter Informationen verpflichtet.<sup>167</sup>

### 3. Keine direkte Übertragung auf Informationsbeschaffung und -organisation

Dagegen kann der Eigenschaft einer Information als öffentliches Gut oder positive Externalität im Ausgangspunkt nicht entnommen werden, dass eine Veröffentlichungspflicht auf eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation ausgeweitet werden sollte.

Denn während die Nichtausschließbarkeit und die fehlende Rivalität einer Information den Anreiz des Emittenten hemmen, Umstände an die Öffentlichkeit heranzutragen, die der zuständigen Stelle im Unternehmen bereits bekannt sind, sorgen diese Charakteristika nicht dafür, dass ein Unternehmen nicht nach kursrelevanten Informationen sucht oder sie organisiert. Denn durch die Informationsbeschaffung und -organisation versucht ein Unternehmen nicht, ein bereits vorhandenes öffentliches Gut, soweit es geht, von der Öffentlichkeit abzuschirmen und es für sich selbst weiterhin nutzbar zu erhalten. Vielmehr strebt es danach, das Gut für sich selbst erstmalig nutzbar zu machen, indem es dieses überhaupt erst auffindet und sodann an die zuständige Stelle weiterleitet. Dazu hat es auch ohne eine gesetzliche Regelung einen Anreiz, da Informationen eine knappe Ressource sind, die von Unternehmen als Produktions- und Wettbewerbsfaktor eingesetzt wird.<sup>168</sup> Mit einem effektiven Wissensaufbau und dessen Transfer verfolgt eine Organisation das Ziel einer optimalen Wissensverwertung.<sup>169</sup> Statt einer Anreizhemmung erleichtert es die Eigenschaft einer Information als öffentliches Gut dem Emittenten sogar, ihm noch

<sup>165</sup> Mahoney, 62 U. Chi. L. Rev. (1995), 1047, 1095, 1111.

<sup>166</sup> Fox, 85 Va. L. Rev. (1999), 1335, 1345 f.

<sup>167</sup> Zur Gegenansicht, die jegliche Veröffentlichungspflicht für obsolet hält vgl. *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 683; *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 515. S. auch Beispiele für Motivationen zu einer freiwilligen Veröffentlichung von Informationen bei *Schön*, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 395 f. Dieser Gegenansicht soll hier aber nicht weiter nachgegangen werden, da sich der Verordnungsgeber mit Art. 17 MAR jedenfalls für eine Veröffentlichungspflicht des Emittenten entschieden hat.

<sup>168</sup> *Grunewald*, ZGR 2020, 469, 470; *North*, Wissensorientierte Unternehmensführung, S. 62 ff.

<sup>169</sup> *North*, Wissensorientierte Unternehmensführung, S. 163 ff.

unbekannte Umstände zu entdecken, sie zu verarbeiten und damit für eigene Zwecke zu verwenden. Denn aufgrund der fehlenden Ausschließbarkeit und Rivalität ist die Informationsbeschaffung und -organisation durch ein Unternehmen unabhängig davon möglich, ob jemand anders bereits über die Information verfügt.

Keine anderen Erwägungen ergeben sich aus der Eigenschaft einer kursrelevanten Information als positive Externalität. Zwar fehlt einem Emittenten grundsätzlich der Anreiz, über kurssensible Umstände zu berichten, die der zuständigen Stelle bekannt sind, da sie nicht dem Unternehmen selbst, sondern Marktteilnehmern mit vereinzelt sogar gegenläufigen Interessen nützen. Jedoch trifft diese Erwägung wiederum nicht auf die Informationsbeschaffung und -organisation zu. Denn das Interesse von Akteuren wie konkurrierenden Unternehmen oder Stakeholdern hält den Emittenten nicht davon ab, Informationen für eigene Zwecke zu suchen und sie an die Stelle im Unternehmen weiterzuleiten, an der sie den meisten Nutzen versprechen. Da sowohl die Informationssuche als auch die -organisation grundsätzlich dem Emittenten selbst und nicht der Öffentlichkeit zukommt, internalisiert er die aus diesen Prozessen resultierenden Kosten und Vorteile. Deshalb ist das Unternehmen am besten dazu imstande zu entscheiden, ob es diese Verhaltensweisen vornehmen soll oder nicht.<sup>170</sup> Hieraus ergibt sich, dass die Einordnung einer Information als öffentliches Gut und als positive Externalität keine passende Erwägung ist, um den Emittenten mithilfe einer Veröffentlichungspflicht dazu anzuhalten, Informationen aufzusuchen und zu organisieren.

#### 4. Mittelbare Wirkung bei bestehender Veröffentlichungspflicht

Insoweit kann dieser Schlussfolgerung entgegengehalten werden, dass sie nur das Szenario würdigt, in dem es an jeglicher gesetzlichen Intervention fehlt. Vorliegend ist aber zu untersuchen, ob Art. 17 Abs. 1 MAR den Emittenten dazu verpflichten sollte, Insiderinformationen nicht nur zu entäußern, sondern auch zu beschaffen und zu organisieren. Deshalb muss der Anreiz des Emittenten zu einer Informationsbeschaffung und -organisation in einem Szenario gewürdigt werden, in dem jedenfalls eine Pflicht besteht, Informationen bekanntzugeben, die der zuständigen Stelle innerhalb des Emittenten bekannt sind. Denn dann muss der Emittent im Vorfeld jeder Informationsbeschaffung und -organisation damit rechnen, dass veröffentlichungspflichtige Informationen an die für die Ad-Hoc-Publizität zuständige Stelle gelangen und deshalb, gegebenenfalls zu seinem Nachteil, bekannt gegeben werden müssen. Dadurch tritt neben den Anreiz, Informationen zu sammeln und für sich nutzbar zu machen, der Anreiz, sich von Informationen fernzuhalten, damit sie nicht an die Stelle gelangen, die sie veröffentlichen muss.

<sup>170</sup> So wird als Rechtfertigung für eine gesetzliche Intervention ebenfalls verlangt, dass der Gesetzgeber besser imstande ist, über etwas zu entscheiden als die Marktakteure, vgl. *Enriques/Gilotta*, in: *Moloney/Ferran/Payne*, *Financial Regulation*, S. 511, 526: „It must still be proven (or convincingly argued) that regulators will be capable of ‚do[ing] it better‘ [...]“.

Konsequenterweise verändern sich auch die Faktoren, die der Emittent bei der Entscheidung über eine Informationssuche oder -organisation in sein Kalkül aufnehmen wird. Es spielt nicht nur eine Rolle, wie viele Ressourcen für diesen Prozess eingesetzt werden müssen, um einen zusätzlichen Informationsvorteil für das Unternehmen zu generieren. Vielmehr wird der Emittent auch die Möglichkeit einpreisen, auf Informationen zu stoßen, die für ihn selbst zwar nützlich sind, im Falle einer dann vorgeschriebenen Veröffentlichung aber auch Nachteile auslösen können. Daher wird der Emittent nur dann nach Informationen suchen und sie organisieren, wenn er davon ausgeht, dass sein daraus gezogener Informationsnutzen die möglichen Nachteile einer sich gegebenenfalls anschließenden Veröffentlichung übersteigt. Da der Emittent hierbei aber den Informationsvorteil der Öffentlichkeit nicht in sein Kalkül aufnimmt, fehlt es an einem vollständigen Interessengleichlauf zwischen Emittent und Öffentlichkeit. Es stellen sich erneut die Problematik des öffentlichen Guts und das Thema der externen Effekte, da es darum geht, inwieweit der Emittent nicht nur für sich selbst, sondern auch mittelbar für die Öffentlichkeit nach Informationen suchen und sie organisieren wird.

## 5. Unterschiedliche Anreizstruktur

Eine andere Frage ist aber, ob der gewünschte Interessengleichlauf gerade dadurch hergestellt werden sollte, dass man den Emittenten im Wege der Ad-Hoc-Publizität zur Informationssuche und -organisation verpflichtet. Richtig ist zwar, dass ein Emittent dadurch den Anreiz erhalten würde, auch in solchen Fällen Informationen zu beschaffen und sie zu organisieren, in denen er dies aus eigener Motivation heraus nicht getan hätte. Konsequenterweise würde der Emittent infolge einer Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation auch bei der Entscheidung über diese Maßnahmen sämtliche Folgen für die Öffentlichkeit berücksichtigen. Allerdings darf dieser vermeintlich positive Einzelaspekt nicht losgelöst von der Gesamtschau aller durch eine solch weitgehende Pflicht adressierten Interessen erfolgen. Daher stellt sich die zusätzliche Frage, ob ein solches Mittel nicht auch anderweitige nachteilige Nebeneffekte nach sich zieht.

So besteht die Kehrseite einer Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation infolge einer Ausweitung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht darin, dass der Gesetzgeber implizit entscheidet, welche Informationen der Emittent aufzufinden und zu organisieren hat. Damit geht der ebenfalls in die Gesamtwohlfahrt einfließende Nachteil einher, dass ein Emittent Informationen sucht und organisiert, von denen ausschließlich die Öffentlichkeit, nicht aber er selbst profitiert. Folglich steht dem gesamtgesellschaftlichen Vorteil einer Veröffentlichungspflicht solcher Informationen die Durchbrechung der Erkenntnis gegenüber, dass ein Unternehmen grundsätzlich selbst am besten darüber entscheiden kann, welche Informationen es in die eigene Wissenssphäre aufnimmt und welche nicht.<sup>171</sup> Dies hat zur Folge, dass die

---

<sup>171</sup> Vgl. hierzu § 4 C. II. 3.

Öffentlichkeit nicht die Nachteile für den Emittenten berücksichtigt, die für ihn infolge einer Such- oder Organisationspflicht entstehen. Daher sind womöglich andere Mechanismen als eine Ausweitung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht in Betracht zu ziehen, um dem Anreiz des Emittenten gerecht zu werden, unliebsame Informationen nicht zu suchen oder zu organisieren.

Wenn es darum geht, solch andere Mechanismen ausfindig zu machen, ist zu beachten, dass es sich nicht nur bei Informationen um öffentliche Güter und positive Externalitäten handelt. Vielmehr stellt die ordnungsgemäße Organisation eines Unternehmens ebenfalls ein öffentliches Gut und eine positive Externalität dar. Von einer ordnungsgemäßen Organisation profitiert nämlich nicht nur das Unternehmen selbst, sondern auch die Öffentlichkeit, da eine wirksame Compliance-Organisation des Unternehmens auch auf die Öffentlichkeit positive externe Effekte hat.<sup>172</sup> Ein Unternehmen hat nämlich von sich aus keinen Anreiz, seine Organisation an den Belangen der Öffentlichkeit auszurichten und wird ohne gesetzliche Verpflichtung weniger in die Organisation investieren als gesamtgesellschaftlich wünschenswert. Es ist also zu differenzieren, in welchen Situationen es um das öffentliche Gut und die positive Externalität der Information geht und in welchen Szenarien das öffentliche Gut und die positive Externalität der wirksamen Unternehmensorganisation im Vordergrund steht.

Beindet sich eine Information bereits bei der zuständigen Stelle des Emittenten, geht es um den fehlenden Anreiz des Unternehmens, diese Information preiszugeben. In diesem Szenario handelt es sich um das Problem, dass es sich bei der *Information* um ein öffentliches Gut und eine positive Externalität handelt. Hat die zuständige Stelle innerhalb des Emittenten aber noch keine Kenntnis von der Information, kann der Emittent noch keinen Anreiz entwickeln, diese Information zu verheimlichen. Es besteht also noch nicht die Gefahr, dass der Emittent das öffentliche Gut der Information für sich behält und die Gesamtwohlfahrt hierdurch positiver externer Effekte beraubt. Es geht vielmehr darum, ob der Emittent ausreichend dazu motiviert ist, eine ordnungsgemäße Unternehmensorganisation zu schaffen. Nicht die (dem Emittenten noch unbekannte und von diesem noch nicht organisierte) Information, sondern die *ordnungsgemäße Unternehmensorganisation* selbst ist in dieser Situation das maßgebliche öffentliche Gut und die maßgebliche positive Externalität.

Das Problem einer unzureichenden Unternehmensorganisation scheint das Unionsrecht aber durch andere Mechanismen als durch die Ad-Hoc-Publizität zu lösen.<sup>173</sup> Insbesondere hält es die Regulierung der Unternehmensorganisation nicht bei allen Unternehmen für erforderlich. So sind etwa nur Wertpapierfirmen und

<sup>172</sup> Verse, ZHR 185 (2011), 401, 403: „Gemeingut“. S. auch Bachmann, ZHR 180 (2016), 563, 566; Harbarth, ZHR 179 (2015), 136, 146 f.; Hopt, ZGR 2020, 373, 375. Das ist insb. bei Kreditinstituten der Fall, vgl. hierzu Hopt, ZGR 2017, 438 ff.

<sup>173</sup> Allgemein zur Corporate Governance in der EU Lutter/Bayer/J. Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, § 13.

Kreditinstitute verpflichtet, die in Art. 16 MiFID II, Art. 21 ff. DelVO (EU) 565/2017, Art. 76 ff. CRD IV detailliert aufgezählten organisatorischen Vorkehrungen zu treffen. Daher wäre es überraschend, wenn der Ordnungsgeber im Wege der Ad-Hoc-Publizitätspflicht organisatorische Vorkehrungen verlangen würde. Dies hätte nämlich zur Folge, dass Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, die auch von Art. 17 Abs. 1 MAR adressiert sind, sowohl nach Art. 16 MiFID II, Art. 21 ff. DelVO (EU) 565/2017, Art. 76 ff. CRD IV (ausdrücklich) und zusätzlich durch die Ad-Hoc-Publizitätspflicht (implizit) zu einer ordnungsgemäßen Organisation verpflichtet wären. Hiergegen ließe sich noch einwenden, dass die Organisationsanforderungen der Art. 16 MiFID II, Art. 21 ff. DelVO (EU) 565/2017, Art. 76 ff. CRD IV nicht auf den Umgang mit Insiderinformationen gemünzt sind, weswegen es nicht redundant ist, im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR zusätzlich insiderbezogene Organisationspflichten einzuführen. Aber auch in dieser Hinsicht behilft sich der europäische Gesetzgeber ausdrücklicher Regelungen, wie etwa Art. 9 Abs. 1 lit. a MAR (Organisationspflichten juristischer Personen im Hinblick auf Insiderhandel), Art. 16 Abs. 1 MAR (Organisatorische Anforderungen zur Aufdeckung von Marktmissbrauch) oder Art. 18 MAR (Aufstellen von Insiderlisten), die zum Teil wiederum nicht an alle Emittenten gerichtet sind (vgl. Art. 16 Abs. 1 MAR: Marktbetreiber und Wertpapierfirmen).<sup>174</sup>

Dass das Unionsrecht die Unternehmensorganisation nur punktuell regelt und hierzu ausdrückliche Regelungen vorsieht,<sup>175</sup> bestätigt schließlich die EU-Whistleblower-Richtlinie vom 23. 10. 2019. Durch sie werden gemeinsame Mindeststandards festgelegt, damit diejenigen Personen geschützt werden, die bestimmte Verstöße gegen das Unionsrecht melden.<sup>176</sup> Hieran zeigt sich, dass der Unionsgesetzgeber mit Art. 17 Abs. 1 MAR den Emittenten nicht zu Compliance-Maßnahmen, jedenfalls aber nicht zu einer Einrichtung von Whistleblower-Systemen verpflichten wollte.<sup>177</sup> Andernfalls hätte es der zusätzlichen gesetzlichen Intervention durch eine umsetzungsbedürftige Whistleblower-Richtlinie nicht bedurft, da dieser Bereich – jedenfalls für kapitalmarktorientierte Unternehmen – bereits vollständig durch die MAR abgedeckt wäre. Damit zeigt eine differenzierte Betrachtung der unterschiedlichen Güter – Information einerseits und Organisation andererseits – dass die Systematik der kapitalmarktrechtlichen Harmonisierungsbestrebungen des Unionsrechts nicht darauf ausgelegt ist, die Veröffentlichungspflicht eines Emittenten mit Organisationsmaßnahmen zu verbinden.

<sup>174</sup> So im Hinblick auf Art. 16 MAR bereits *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 309.

<sup>175</sup> Vgl. auch *Brellochs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 1 Rn. 241.

<sup>176</sup> *Hopt*, ZGR 2020, 373, 382; *Schmolke*, NZG 2020, 5 ff.

<sup>177</sup> So aber *Sajnovits*, WM 2016, 765, 769.

## 6. Aufleben des redundanten Aufwands

Vor allem aber birgt eine Zusammenführung von Informationssuche, -organisation und -veröffentlichung unter dem Dach der Ad-Hoc-Publizitätspflicht die Gefahr eines redundanten Aufwands, den eine Publizitätspflicht des Emittenten gerade vermeiden soll.<sup>178</sup> Wird der Emittent, wie gezeigt, bei seiner Entscheidung über die Suche und Organisation untersuchen, wie viel zusätzlichen Nutzen er aus gänzlich unverwerteten Informationen erwartungsgemäß für sich selbst ziehen kann und in welchem Ausmaß er dafür eigene Ressourcen aufwenden muss, verlässt er die Seite eines Informanten, der von ihm bereits verarbeitete Informationen mit der Öffentlichkeit teilt, und nähert sich stattdessen insoweit der Rolle eines Anlegers an, als auch er nach Informationen sucht und diese für sich nutzbar machen will.

Infolgedessen lebt das Problem des redundanten Aufwands wieder auf. Neben den Anlegern sucht nun auch der Emittent nach der relevanten Information. Dieses Ergebnis wäre nicht weiter problematisch, wenn das Unternehmen sich unter Abwägung der relevanten Belange dazu entscheidet, dass der zusätzliche Nutzen aus dem Auffinden der Information den damit verbundenen Aufwand überkompensiert. Dann stünde den mehrfach aufgewendeten Ressourcen auch ein erwarteter mehrfacher Nutzen gegenüber: sowohl der Nutzen der Anleger, die die Information für ihre Investitionsentscheidung verwenden, als auch der Nutzen des Emittenten, der die Information für eigene unternehmerische Zwecke einsetzen kann. Sollte der Emittent aber zu dem Ergebnis gelangen, dass es sich für ihn nicht lohnt, nach einer bestimmten Information zu suchen und sie zu organisieren, kann eine solche Pflicht nur damit gerechtfertigt werden, dass der Emittent kursrelevante Informationen zentralisieren und zugunsten des Anlegerpublikums verbreiten kann.<sup>179</sup>

Im Gegensatz zu der Konstellation, in der die zuständige Stelle im Unternehmen bereits über die Information verfügt, ist eine Zentralisierung aber erstens nicht zwingend, wenn der Emittent die Information erst beschaffen und organisieren muss. Denn es ist weder garantiert, dass sich die Information innerhalb des Unternehmens befindet, noch steht fest, dass der Emittent die Information überhaupt auffindet und an die zuständige Stelle weiterleitet. Und zweitens wird durch eine Informationssuche oder -organisation des Emittenten nicht der Anreiz der Anleger gemindert, die entsprechende Information selbst beschaffen zu wollen, da sie stets mit der Möglichkeit rechnen, sie zu finden, bevor sie der Emittenten erlangt, organisiert und im Wege der Veröffentlichung allen Anlegern zugänglich macht.<sup>180</sup> Dadurch entsteht redundanter Aufwand, da den Ressourcen sowohl des Emittenten als auch der Anleger ausschließlich der Nutzen der Anleger gegenübersteht.

<sup>178</sup> Mahoney, 62 U. Chi. L. Rev. (1995), 1047, 1095, 1111. Vgl. hierzu bereits § 4 C. II. 2.

<sup>179</sup> Mahoney, 62 U. Chi. L. Rev. (1995), 1047, 1095, 1111.

<sup>180</sup> Vgl. Langevoort, 146 U. Pa. L. Rev. (1997), 101, 128 zu Grenzen von Informationsorganisationssystemen: „However, such protection will only be partial; breakdowns are inevitable in the best of systems“.



## 7. Risikoziordnungskriterien als Lösung für redundanten Aufwand

Das Problem des redundanten Aufwands ließe sich dadurch lösen, dass derjenige Akteur das Risiko eines Informationsdefizits am Kapitalmarkt trägt, der mit einem solchen Risiko am besten umgehen kann. Um herauszufinden, welchem Akteur ein Risiko zuzuordnen ist, haben sich bestimmte Kriterien entwickelt, die im Folgenden erläutert werden sollen.

So kann ein Risiko anhand der Figuren des sog. *cheapest cost avoider*, des sog. *cheapest cost insurer* oder des sog. *superior risk bearer* auf die Akteure verteilt werden.<sup>181</sup> *Cheapest cost avoider* ist derjenige, der das infrage stehende Risiko zu den geringsten Kosten vermeiden, das heißt vollständig beseitigen kann. Das Risiko resultierend aus einem Informationsdefizit auf dem Kapitalmarkt wird dadurch behoben, dass alle relevanten Informationen veröffentlicht werden. Dagegen kann ein *cheapest cost insurer* das Risiko zwar nicht vermeiden, es dafür aber zu den geringsten Kosten versichern. Dies setzt voraus, dass sich für das infrage stehende Risiko ein Versicherungsmarkt gebildet hat.<sup>182</sup> Das ist im Hinblick auf Informationsdefizite auf Kapitalmärkten, soweit ersichtlich, nicht der Fall.<sup>183</sup> Schließlich zeichnet sich der *superior risk bearer* dadurch aus, dass er das Risiko zwar weder vermeiden noch versichern, dafür aber zu den geringsten Kosten erkennen und streuen kann.

Es ist erstens zu beachten, dass es in allen geschilderten Konstellationen nicht darauf ankommt, ob die Verhaltensweisen der Vermeidung, Versicherung oder Streuung tatsächlich durchgeführt werden. Es ist nur maßgeblich, ob der jeweilige Akteur die Möglichkeit dazu hat, auf die entsprechende Art und Weise mit dem Risiko umzugehen. Auf diese Weise kann er infolge der Risikoziordnung zu dem entsprechenden Verhalten motiviert werden. Zweitens ist stets zu fordern, dass die zusätzlichen Kosten für die Vermeidung, Versicherung oder Streuung des Risikos geringer sind als die hierdurch bewirkte Reduktion des Risikos.<sup>184</sup> Andernfalls lohnt es sich nämlich nicht, dass Risiko auch nur irgendeinem Akteur zuzuordnen.

Derweil wird vertreten, der Emittent sei durchweg als sog. *cheapest cost information seeker*, das heißt als *cheapest cost avoider* des Risikos fehlender Kapital-

---

<sup>181</sup> Vgl. hierzu und zum Folgenden *Calabresi*, *The Costs of Accidents*, S. 135 ff.; *Posner/Rosenfield*, 6 J. Leg. Stud. (1977), 83, 89 ff.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 481 ff.

<sup>182</sup> *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 491.

<sup>183</sup> Möglich ist zwar das sog. *Hedging*, d.h. der Abschluss eines Sicherungsgeschäfts, das mögliche Kursverluste kompensieren soll, *Kraft*, in: Kümpel/Mülberty/Brüh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 19.31. Dies gehört aber nicht zu einer an einem Versicherungsmarkt erworbenen Leistung, sondern zu einer Risikostreuung, die hier unter dem Stichwort des *superior risk bearer* behandelt wird, vgl. auch *Carbonara/Guerra/Parisi*, 45 J. Leg. Stud. (2016), 173, 190; *Triantis*, 42 U. Toronto L. J. (1992), 450, 454.

<sup>184</sup> Vgl. bereits § 4 B. I. 4. S. auch *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 279 f., 280 ff.



marktinformationen,<sup>185</sup> anzusehen.<sup>186</sup> Grund dafür sei, dass es ausweislich des Tatbestands des Art. 17 Abs. 1 MAR nur um solche Insiderinformationen gehe, die den Emittenten „unmittelbar betreffen“ würden. Daher sei der Emittent der Akteur, der diese Art von Insiderinformationen stets am kostengünstigsten beschaffen, organisieren und der Öffentlichkeit mitteilen könne. Diese Behauptung steht und fällt allerdings mit der genauen Bedeutung des Tatbestandsmerkmals der „unmittelbaren Betroffenheit“. Sollte sich herausstellen, dass dieses Kriterium nichts darüber aussagt, wer eine Insiderinformation zu welchen Kosten beschaffen, organisieren und veröffentlichen kann, wird dadurch der Radius potentiell veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen nicht derart begrenzt, dass es gerechtfertigt wäre, den Emittenten stets als *cheapest cost avoider* anzusehen. Vielmehr wäre anhand der weiteren Kriterien des *cheapest cost insurer* und des *superior risk bearer* festzustellen, wem bestimmte Risiken fehlender Kapitalmarktinformation zuzuordnen sind.<sup>187</sup> Dabei darf insbesondere nicht vorschnell die Möglichkeit aus dem Blickfeld geraten, auch den Anleger in die Verantwortung zu nehmen, der möglicherweise als *superior risk bearer* das Risiko von bestimmten Kapitalmarktdefiziten dadurch mindern kann, dass er sein Anlageportfolio diversifiziert.<sup>188</sup>

### III. Prinzipal-Agenten-Probleme

#### 1. Kein Interessengleichlauf zwischen Emittent und Management

Bislang ist untersucht worden, inwiefern ein Emittent von sich aus bereit ist, kursrelevante Informationen zu beschaffen, zu organisieren und an die Öffentlichkeit heranzutragen. Dies setzt voraus, dass eine einheitliche Motivation „des Emittenten“ existiert, das heißt innerhalb der juristischen Person eine vollständig gleichgerichtete Interessenlage herrscht. Dazu müssten diejenigen, die für den Emittenten handeln, stets das Interesse der Aktionäre und nicht gegebenenfalls divergierende Eigeninteressen verfolgen. Dies kann aber schon deshalb nicht der Fall sein, weil für den Emittenten natürliche Personen auftreten, die man sich ohne Eigeninteressen nicht vorstellen kann.<sup>189</sup> Dass sich die Eigeninteressen von natürlichen Personen, die für die Gesellschaft handeln – das ist regelmäßig das Management – von denen der Aktionäre unterscheiden, wird als sog. Prinzipal-Agenten-Konflikt bezeichnet.<sup>190</sup> Dabei besteht eine Informationsasymmetrie zwischen dem Agenten (hier dem

<sup>185</sup> Seibt, ZHR 177 (2013), 388, 393.

<sup>186</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 69.

<sup>187</sup> Vgl. eingehend § 8 E. II. und § 11 D.

<sup>188</sup> Bratton/Wachter, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 94 ff.; Fox, Wis. L. Rev. 2009, 297, 307 ff.; Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 142 f.; Langevoort, 42 Wake Forest L. Rev. (2007), 627, 633 f.; Wagner, in: Callies, Transnationales Recht, S. 307, 325.

<sup>189</sup> Vgl. etwa Klöhn, in: Klöhn, MAR, Vor Art. 17 Rn. 88: Dass Interessen von Aktionären und Management gleichlaufen würden, sei eine „ziemlich optimistische Annahme“.

<sup>190</sup> Armour/Hansmann/Kraakman, in: The Anatomy of Corporate Law, S. 29, 30.

Management) und dem Prinzipal (hier dem Aktionariat), die es dem Prinzipal erschwert, eigennützig motivierte Verhaltensweisen des Agenten zu verhindern.<sup>191</sup> Im Hinblick auf den Umgang mit Informationen können deshalb Konstellationen auftreten, in denen es zwar im Interesse der Organisation wäre, Insiderinformationen zu beschaffen, zu organisieren und schließlich zu veröffentlichen, ein davon abweichendes Interesse des Managements aber dazu führt, dass die entsprechenden Verhaltensweisen unterbleiben. Auch unter diesem Gesichtspunkt ließe sich eine gesetzliche Intervention rechtfertigen, die im Folgenden untersucht werden soll.<sup>192</sup>

## 2. Rechtfertigung für Veröffentlichungspflicht

Opportunistisches Verhalten aufseiten des Managements wird als Grund dafür genannt, dass bestimmte kursrelevante Informationen nicht der Öffentlichkeit zugeführt werden, selbst wenn dies im Interesse des Emittenten ist.<sup>193</sup> Dies ist zum einen bei Informationen anzunehmen, die die Führungspersonen selbst betreffen, wie etwa unterlaufene Fehler im Rahmen der *Corporate Governance*. Zum anderen hat der Vorstand keinen Anreiz, über Umstände zu berichten, die unabhängig von seinem Verhalten zu negativen Konsequenzen für das Unternehmen führen. Denn nicht nur hängen seine variablen Vergütungsbestandteile regelmäßig von der Entwicklung des Unternehmens ab. Zudem entsteht der Eindruck, er sei nicht imstande gewesen, schon im Vorfeld Fehlentwicklungen im Unternehmen zu vermeiden.<sup>194</sup> Je negativer solche Informationen beschaffen sind, desto größer ist der erwartete Nachteil für den Vorstand und desto geringer ist sein Anreiz, dafür zu sorgen, dass solche Informationen veröffentlicht werden.<sup>195</sup> Diese Anreizfaktoren werden durch Erkenntnisse aus der Praxis und aus empirischer Forschung bestätigt.<sup>196</sup> Schließlich kann eine Führungsperson jegliche kursrelevante Information, sei sie positiv oder negativ, für

---

<sup>191</sup> Vgl. zur Voraussetzung der Informationsasymmetrie *Armour/Hansmann/Kraakman*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, S. 29, 38 f.; *J. Koch*, ZGR 2020, 183, 190 f.

<sup>192</sup> An dieser Stelle wird das Prinzipal-Agenten-Problem unter Anreiz- und nicht unter Zielgesichtspunkten betrachtet. Daher können fehlende Veröffentlichungsanreize des Managements aufgrund von Prinzipal-Agenten-Problemen dazu führen, dass sämtliche Ziele, d. h. der Anlegerschutz, die Marktpreisrichtigkeit und letztlich auch die Reduktion von Agenturkosten, nicht erreicht werden. Vgl. auch *Enriques/Gilotta*, in: *Moloney/Ferran/Payne*, *Financial Regulation*, S. 511, 523 mit Fn. 59: „Note that the agency cost rationale for MD [Mandatory Disclosure] may justify it irrespective of the goal one attaches to MD regulation, be it investor protection, price accuracy, or agency cost reduction“.

<sup>193</sup> *Fox*, 85 Va. L. Rev. (1999), 1335, 1355 f.

<sup>194</sup> *Kahan*, 41 Duke L. J. (1992), 977, 1028 f.

<sup>195</sup> *Kraakman*, in: *Ferrarini/Hopt/Winter/Wymeersch*, *Reforming Company and Takeover Law*, S. 95, 100.

<sup>196</sup> *Benston*, 63 Am. Econ. Rev. (1973), 132, 134.

sich selbst nutzen, um Insiderhandel zu betreiben, was ebenfalls zu dem Anreiz beiträgt, sie erst zu einem späteren Zeitpunkt zu veröffentlichen.<sup>197</sup>

Zwar können gleichermaßen Gesichtspunkte ins Feld geführt werden, die dafür sprechen, dass das Management auch aus eigener Motivation sämtliche Informationen öffentlich preisgeben wird.<sup>198</sup> So erwerben Führungspersonen regelmäßig selbst Wertpapiere des eigenen Unternehmens. Weil sie sich hierbei wegen Insiderhandels (Art. 8 i. V. m. Art. 14 MAR) strafbar machen würden, wenn sie die Transaktion in Kenntnis einer Insiderinformation durchführen, haben sie einen Anreiz, die Insiderinformationen zuvor zu veröffentlichen. Jedoch wird es für eine Führungsperson auch insoweit nur unter erheblichen Transaktionskosten (etwa durch einen Vertrag mit jedem einzelnen potentiellen Anleger) möglich sein, dem Anlegerpublikum zu signalisieren, dass sie kursrelevante Informationen tatsächlich in vollem Umfang bekannt gibt.<sup>199</sup> Solche Signalisierungskosten werden gemindert, wenn der Vorstand bereits kraft Gesetzes verpflichtet ist, über relevante Umstände öffentlich zu berichten.<sup>200</sup>

### 3. Keine Übertragung auf Informationssuche und -organisation

Es stellt sich wiederum die Frage, inwieweit diese Erwägungen es rechtfertigen, die Ad-Hoc-Pflicht auf die Informationsbeschaffung oder -organisation auszuweiten.<sup>201</sup> Dafür ist es entscheidend, sich den Zusammenhang zwischen der Kenntnis von einer Information und sich daraus ergebenden Anreizen des Managements vor Augen zu führen. So kann sich der Anreiz der Führungsmitglieder, bestimmte Ereignisse zu veröffentlichen oder zu verheimlichen, nur auf der Grundlage bilden, dass sie den Inhalt des jeweiligen Ereignisses wahrgenommen, das heißt Kenntnis von der infrage stehenden Information haben.<sup>202</sup>

Wenn das Management hingegen noch nichts von der Information weiß, fehlt ihm die Grundlage, um entscheiden zu können, ob es eine Information bekanntgeben oder verschweigen will. Daher kann eine Führungsperson im Vorfeld einer Informationssuche oder -organisation noch nicht feststellen, ob sie die Information lieber auffinden und sodann veröffentlichen würde oder lieber niemals erhalten hätte, um sie nicht veröffentlichen zu müssen. In der Entscheidungswelt der unwissenden Führungsperson würde es damit einerseits einen Vorteil darstellen, eine für sie ne-

---

<sup>197</sup> *Bratton/Wachter*, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 83: „Unsurprisingly, the insiders are usually high-level managers at the stock issuer in question“; *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L. J. (2006), 711, 749, 760; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 269.

<sup>198</sup> Vgl. zu solchen Anreizen generell *Jensen/Meckling*, 2 J. Financ. Econ. (1976), 305 ff.

<sup>199</sup> *Enriques/Gilotta*, in: *Moloney/Ferran/Payne*, Financial Regulation, S. 511, 523.

<sup>200</sup> *Rock*, 23 Cardozo L. Rev. (2002), 675, 690 f.

<sup>201</sup> Vorausgesetzt ist also, dass jedenfalls solche Insiderinformationen zu veröffentlichen sind, von denen die Führungsebene weiß.

<sup>202</sup> Vgl. zum Wissensbegriff eingehend § 6.

gative Information unentdeckt zu lassen, indem sie nicht nach ihr sucht, da sie diese dann auch nicht veröffentlichen müsste. Andererseits steht dem der Nachteil gegenüber, dass die Führungsperson auch nicht an positive Informationen gelangt, die sie veröffentlichen könnte. Damit ist der Anreiz zur Informationssuche und -organisation insgesamt größer als der Anreiz zur Veröffentlichung bereits bekannter Informationen: Das Management will von den bekannten Informationen nur über die positiven Ereignisse berichten, wohingegen die Informationssuche und -organisation automatisch sowohl auf positive als auch auf negative Ereignisse gerichtet sein wird. Daher ist bereits unter diesem Gesichtspunkt fraglich, ob dem Management mithilfe einer Veröffentlichungspflicht der Anreiz dazu gegeben werden sollte, nach unbekannten Informationen zu suchen und sie zu organisieren. Denn die Suche und Organisation unterscheiden sich unter Anreizgesichtspunkten von einer Veröffentlichung und bedürfen offenbar einer geringeren Eingriffsintensität. Dementsprechend knüpfen Veröffentlichungspflichten, die den Prinzipal-Agenten-Konflikt zu lösen suchen, stets an Informationen an, die dem Agenten bereits bekannt sind, und nicht an solche, die er erst beschaffen und organisieren müsste.<sup>203</sup>

Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass Gegenstand der Informationsasymmetrie zwischen dem Agenten (hier dem Management) und dem Prinzipal (hier dem Aktionariat) bei einer Entscheidung über die Informationssuche und -organisation ein anderer ist. Hierbei kann die Informationsasymmetrie nämlich nicht darin gesehen werden, dass das Management von einer Insiderinformation weiß und das Aktionariat nicht. So kann das Management den Aktionären keine Insiderinformation opportunistisch vorenthalten,<sup>204</sup> wenn es selbst nicht über die Information verfügt. Gegenstand der Informationsasymmetrie ist vielmehr ein anderer Umstand, und zwar jener, dass das Management nicht dafür sorgt, dass Insiderinformationen beschafft und organisiert werden. Das ist in der vorliegenden Konstellation die relevante Information, von der das Management weiß und das Aktionariat nicht. Wenn man den so gearteten Prinzipal-Agenten-Konflikt mithilfe einer Veröffentlichungspflicht lösen wollte, müsste man das Management nicht dazu verpflichten, nach Insiderinformationen zu suchen oder sie zu organisieren, sondern man müsste verlangen, dass es den Umstand offenlegt, dass es nicht nach Insiderinformationen sucht und sie organisiert. Gegenstand der Offenlegung ist also nicht eine Insiderinformation, die noch aufgefunden und organisiert werden muss, sondern das Fehlen organisatorischer Vorkehrungen zum Auffinden und Organisieren von Insiderinformationen. Nach Art. 17 Abs. 1 MAR wird der Emittent aber nicht verpflichtet, fehlende organisatorische Strukturen offenzulegen, sondern einzig dazu, Insiderinformationen zu veröffentlichen. Daher wird der Prinzipal-Agenten-Konflikt hin-

<sup>203</sup> *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 517 mit Fn. 27. Vgl. etwa im deutschen Recht § 162 AktG, § 285 Nr. 9 HGB, Ziff. 4.2.5 DCGK (Offenlegung der Vorstandsbezüge), § 90 AktG (Berichtspflicht des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat), § 131 AktG (Auskunftsrecht des Aktionärs).

<sup>204</sup> Vgl. *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 523: „they may opportunistically withhold some information valuable for investors“.

sichtlich der Unternehmensorganisation nicht mit dem Instrument der Ad-Hoc-Publizitätspflicht gelöst.<sup>205</sup> Vielmehr kommen insoweit andere Mechanismen in Betracht, zumal Veröffentlichungspflichten nicht das einzige regulatorische Instrument sind, um einem Prinzipal-Agenten-Konflikt zu begegnen.<sup>206</sup>

Ein Prinzipal-Agenten-Konflikt, der organisatorische Maßnahmen zum Gegenstand hat, wird etwa durch variable Vergütungsbestandteile oder die innergesellschaftliche Managerhaftung gelöst. Denn hierdurch werden die Interessen der Führungsebene im Hinblick auf organisatorische Vorkehrungen an die Interessen der Aktionäre angeglichen (sog. *interest alignment*).<sup>207</sup> Die Mitglieder der Führungsebene riskieren nämlich mit jeder unterlassenen Suche und Organisation, dass ihnen die Informationsgrundlage fehlt, um eine hinreichende Performance für die Gesellschaft zu erbringen. Das kann zum einen ihre Vergütung schmälern und zum anderen haftungsrechtliche Folgen haben. Insbesondere kommt dem Vorstand die sog. *Business Judgement Rule*, wonach er sich von einer Haftung gegenüber der Gesellschaft wegen Sorgfaltsverstößen exkulpieren kann,<sup>208</sup> nur dann zugute, wenn er vernünftigerweise davon ausgehen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zu handeln. Dementsprechend wird die Wissens-Compliance einer Gesellschaft stets unter Rückgriff auf die *Business Judgement Rule* diskutiert,<sup>209</sup> und zwar auch dann, wenn sie auch im öffentlichen Interesse zu erfüllen ist.<sup>210</sup> Hierdurch wird das Prinzipal-Agenten-Problem zwischen Aktionären und dem Management auf der Ebene gelöst, auf der es entstanden ist, und zwar im Binnenbereich der Gesellschaft.<sup>211</sup> Deshalb ist die „breite Öffentlichkeit“<sup>212</sup> bereits nicht der richtige Informationsadressat, wenn es darum geht, den innergesellschaftlichen Konflikt

<sup>205</sup> Beachte, dass das Ereignis „Fehlen organisatorischer Vorkehrungen“ auch selbst eine Insiderinformation sein kann, wenn die Voraussetzungen des Art. 7 MAR erfüllt sind, vgl. *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 69. Diese Insiderinformation wäre dem Management aber bekannt.

<sup>206</sup> *Armour/Hansmann/Kraakman*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, S. 29, 42 ff.

<sup>207</sup> *Kutscher*, Organhaftung, S. 34; *Nyberg/Fulmer/Gerhart/Carpenter*, 53 *Acad. Manag. J.* (2010), 1029 ff.

<sup>208</sup> Im deutschen Aktienrecht kodifiziert in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG. Zur Verbreitung im internationalen Gesellschaftsrecht vgl. *Fleischer*, NZG 2004, 1129, 1130 f.

<sup>209</sup> *Grunewald*, ZGR 2020, 469, 474 ff. Vgl. zur Organisationspflicht des Aufsichtsrats auch *Henning*, ZGR 2020, 485 ff.

<sup>210</sup> *Hopt*, ZGR 2020, 373, 387 ff. Im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizität *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 308 ff.

<sup>211</sup> Vgl. auch *Oesterle*, 20 *Cardozo L. Rev.* (1998), 135, 205: „In the debate over whether it is expedient for state corporate codes to contain mandatory or default rules which define managers’ fiduciary duties or prohibit insider trading, a significant volume of literature asks whether firms and their participants can address agency cost problems internally“.

<sup>212</sup> Vgl. Art. 17 Abs. 1 UABs. 2 MAR i. V. m. Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. i DurchfVO 2016/1055.

zwischen Aktionären und dem Management zu bewältigen.<sup>213</sup> Der Anreiz des Managements, Informationen zu beschaffen und zu organisieren sollte daher nicht dadurch sichergestellt werden, dass Organisationspflichten im Wege der Ad-Hoc-Publizität vom „Innen- in das Außenverhältnis gekehrt“ werden.<sup>214</sup>

#### IV. Standardisierung

Als weiterer Grund für eine gesetzliche Intervention in das Publikationsverhalten eines Emittenten wird angeführt, dass infolge einer Standardisierung vereinheitlicht werden kann, auf welche Weise Umstände an die Öffentlichkeit herangetragen werden.<sup>215</sup> Bereits ein uneinheitliches Format, dessen sich die Unternehmen zum Zwecke der Kundgabe von Informationen bedienen, ist ein Grund dafür, dass eine Information weniger wert ist als unter einheitlichen Veröffentlichungsbedingungen.<sup>216</sup> So sind bekanntgegebene Informationen unter erschwerten Umständen vergleichbar, wenn sie nicht in demselben Format zugänglich gemacht werden.<sup>217</sup> Anders gewendet: Der Wert einer Information sinkt mit der fehlenden Vereinheitlichungsdichte ihres Bekanntmachungsregimes. Eine Regulierung ist dabei unter anderem deshalb erforderlich, weil dem Emittenten andernfalls der Anreiz fehlen würde, ein standardisiertes Format einzuhalten.<sup>218</sup>

Allerdings ist unklar, was dem Standardisierungsgedanken für die Frage entnommen werden kann, ob ein Emittent nicht nur zu einer Veröffentlichung, sondern auch zu einer Beschaffung und Organisation von Insiderinformationen verpflichtet werden sollte. Denn genau genommen folgt aus dem Standardisierungsgedanken, dass es Regelungen braucht, die dem Emittenten vorschreiben, auf welche Weise er Insiderinformationen an die Öffentlichkeit heranzutragen hat. Dagegen sagt das Vereinheitlichungsziel *de lege ferenda* nichts darüber aus, ob und inwieweit der Emittent durch gesetzliche Intervention überhaupt animiert werden sollte, kursrelevante Informationen bekanntzugeben.<sup>219</sup>

Vorliegend ist der Standardisierungsgedanke aber deshalb bedeutend, weil es darum geht, aus dem Tatbestand einer bereits bestehenden Mitteilungspflicht nach Art. 17 MAR *de lege lata* herauszulesen, welche Verhaltensweisen präzisiert sind

<sup>213</sup> Zur Maßgeblichkeit des richtigen Informationsadressaten vgl. Schön, in: 2. FS K. Schmidt, Bd. 2, S. 391, 396. Zwischen Innen- und Außenverhältnis ebenfalls differenzierend Seidel, Wissenszurechnung, S. 82 f.

<sup>214</sup> Hüfner/Koch, AktG, § 78 Rn. 32; J. Koch, AG 2019, 273, 281 ff.; J. Koch, ZGR 2020, 183, 194.

<sup>215</sup> Easterbrook/Fischel, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 686 f.; Rock, 23 Cardozo L. Rev. (2002), 675, 686.

<sup>216</sup> Enriques/Gilotta, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 524.

<sup>217</sup> Enriques/Gilotta, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 524.

<sup>218</sup> Easterbrook/Fischel, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 686 f.

<sup>219</sup> Enriques/Gilotta, in: Moloney/Ferran/Payne, Financial Regulation, S. 511, 524 f.

und welche nicht. Denn hat sich ein Gesetzgeber von dem Vereinheitlichungsziel leiten lassen, liegt es nahe, dass nicht explizit ausbuchstabierte Maßnahmen nicht im Pflichtenkatalog des Normadressaten enthalten sein sollen. Insoweit ist die Standardisierung, die das Ziel verfolgt, Informationskosten aufseiten der Anleger zu senken, das Komplement zur Erwägung der Rechtssicherheit, die das Ziel verfolgt, den Aufwand des Emittenten zu reduzieren. Unter beiden Gesichtspunkten kommt es daher für die Zwecke des Art. 17 MAR darauf an, welche Vorgaben dem Tatbestand ausdrücklich entnommen werden können.

## V. Zwischenergebnis

Bei der Gegenüberstellung von Zielbestimmungen und anderen Belangen handelte es sich noch um eine Abwägungsentscheidung, die je nachdem, welches Gewicht man den einzelnen Erwägungen beimisst, in die eine oder andere Richtung ausschlagen kann. Jedoch sensibilisiert gerade der Blick auf die Notwendigkeit einer gesetzlichen Intervention dafür, ob eine Vorschrift als solche erforderlich ist und insbesondere wie weit der in ihr adressierte Pflichtenkatalog im Einzelnen reichen sollte, um nicht über dessen Erforderlichkeit hinauszuschießen.

Zu den Erwägungen, die legitimieren, dass der Emittent gesetzlich zu einer Veröffentlichung zu verpflichten ist, gehören die Eigenschaft einer Information als öffentliches Gut und als positive Externalität, Prinzipal-Agenten-Probleme und die Standardisierung. Diese Erwägungen können nur erklären, warum der Emittent verpflichtet werden sollte, solche Insiderinformationen zu veröffentlichen, die der dafür zuständigen Stelle bekannt sind. Sie können aber nicht begründen, warum der Emittent auch zu einer Suche oder Organisation von Insiderinformationen verpflichtet werden sollte.

Organisationspflichten adressieren nicht das Problem, dass eine Insiderinformation deshalb unveröffentlicht bleibt, weil sie ein öffentliches Gut und eine positive Externalität darstellt. Vielmehr geht es bei Organisationspflichten darum, dass die Unternehmensorganisation selbst ein öffentliches Gut und eine positive Externalität ist. Soweit der Unionsgesetzgeber die Unternehmensorganisation überhaupt regelt, greift er hierbei nicht auf Veröffentlichungspflichten zurück, wie Art. 16 MiFID II, Art. 21 ff. DelVO (EU) 565/2017, Art. 76 ff. CRD IV, Art. 9 Abs. 1 lit a, Art. 16, Art. 18 MAR und die Whistleblower-Richtlinie vom 23.10.2019 zeigen. Auch in dem Fall, in dem Organisationspflichten im öffentlichen Interesse zu erfüllen sind, ist die Gesellschaft selbst und nicht die „breite Öffentlichkeit“ der richtige Informationsadressat.

Ein fehlender Anreiz zu einer Veröffentlichung im Rahmen des Prinzipal-Agenten-Problems ist auf eine Informationsasymmetrie zwischen Management und Aktionären zurückzuführen. Eine solche besteht nur im Hinblick auf solche Informationen, die dem Management bekannt sind. Wenn das Management die Infor-

mation aber selbst nicht hat, besteht insoweit auch keine Informationsasymmetrie. Die für Organisationspflichten maßgebliche Informationsasymmetrie zwischen Management und Aktionären liegt vielmehr darin, dass das Management im Gegensatz zu den Aktionären weiß, wie das Unternehmen organisiert ist. Diese Art von Prinzipal-Agenten-Konflikt wird nicht durch Veröffentlichungspflichten, sondern unter Rückgriff auf Mechanismen des sog. *interest alignment* gelöst. Hierzu gehören insbesondere variable Vergütungsbestandteile und die Haftung der Führungsebene im Innenverhältnis zur Gesellschaft.

Die Erwägung der Standardisierung von Veröffentlichungspflichten greift die Notwendigkeit auf, sich an den Verhaltensweisen zu orientieren, die der Gesetzgeber tatsächlich umschrieben und erläutert hat.

## § 5 Rechtsfolgenbetrachtung

### A. Ziel der Untersuchung

Das vorangegangene Kapitel hat gezeigt, dass die Rechtsfolgen einer Regelung Aufschluss darüber geben können, welche Mechanismen der Gesetzgeber einsetzen wollte, um den Normadressaten zu einem bestimmten Verhalten zu veranlassen. Der Tatbestand einer Rechtsnorm ist im „Pendelblick“ zu seinen Rechtsfolgen zu betrachten,<sup>1</sup> zumal der Normadressat sein Verhalten an den drohenden Haftungsrisiken ausrichten wird.<sup>2</sup>

Im Falle des Art. 17 Abs. 1 MAR kommt die Besonderheit hinzu, dass aus dem Tatbestand nicht ohne Weiteres ersichtlich ist, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht das Wissen des Emittenten voraussetzt und wie mit einem etwaigen Wissenserfordernis umzugehen ist.<sup>3</sup> Deshalb wird bereits bei der Auslegung einzelner Tatbestandsmerkmale regelmäßig auf die Rechtsfolgen der Ad-Hoc-Publizität verwiesen.<sup>4</sup> Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, zunächst die Rechtsfolgen zu untersuchen, die dem Emittenten im Falle eines Verstoßes gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht drohen. Sie werden an späterer Stelle nochmals aufgegriffen, wenn es um die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR geht.

Dabei bedarf es einer Untersuchung, welche Rechtsfolgen gerade von dem Unionsgesetzgeber gewollt sind, da nur diese den Maßstab dafür bilden können, wie der Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR auszulegen ist. In diesem Zusammenhang ist nicht nur die Existenz bestimmter Rechtsfolgen, sondern auch ihre konkrete Ausgestaltung in den Blick zu nehmen, da die Intensität von Haftungsrisiken ebenfalls

---

<sup>1</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 281.

<sup>2</sup> Vgl. Cools, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.30.08; eingehend bereits § 4 B. I. 5.

<sup>3</sup> Vgl. eingehend § 2.

<sup>4</sup> Vgl. etwa Grundmann, in: Staub, HGB, Bd. 11/1, Rn. 497.



entscheidend dafür ist, welchen Pflichtenkatalog der Gesetzgeber dem Normadressaten auferlegen wollte.

## **B. Aufsichtsrechtliche Verwaltungsmaßnahmen nach Art. 30 Abs. 2 MAR**

### **I. Systematik und Differenzierungen**

Art. 17 Abs. 1 MAR buchstabiert selbst nicht aus, mit welchen Konsequenzen ein Emittent rechnen muss, wenn er der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht nachkommt. Welche Rechtsfolgen dem Emittenten drohen, wenn er gegen die Veröffentlichungspflicht verstößt, kann sich also nur aus anderen Vorschriften ergeben, die an den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfen.

Zu den Rechtsfolgenbestimmungen, die sich auf den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR beziehen, gehört Art. 30 Abs. 2 MAR. Danach verlangt das Unionsrecht von den Mitgliedstaaten, verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen zu ergreifen, sofern ein Emittent gegen die in Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a MAR aufgeführten Vorschriften verstößt. Unter den dadurch in Bezug genommenen Regelungen findet sich unter anderem Art. 17 Abs. 1 MAR.<sup>5</sup> Hierdurch erhält die Ad-Hoc-Publizitätspflicht das unionsrechtliche Siegel einer in erster Linie aufsichtsrechtlichen Vorschrift. Neben den in Art. 30 Abs. 2 MAR gleichermaßen geforderten finanziellen und nicht-finanziellen Konsequenzen differenziert die Vorschrift zudem zwischen „Sanktionen“ und „Maßnahmen“. Während „Sanktionen“ general- und/oder spezialpräventiv wirken und demnach darauf gerichtet sind, die Normadressaten abzuschrecken und etwaige Zuwiderhandlungen zu vergelten, sind unter „Maßnahmen“ solche Konsequenzen zu verstehen, die rechtswidrige Folgen wieder ausgleichen und künftige rechtswidrige Zustände verhindern.<sup>6</sup> Unter den nicht-finanziellen Instrumenten finden sich sowohl Sanktionen als auch Maßnahmen, während die finanziellen Konsequenzen allesamt als Sanktionen einzustufen sind.<sup>7</sup>

Mit einer detailgenauen Ausdifferenzierung des Rechtsfolgenkatalogs sucht der Verordnungsgeber den Anforderungen des Unionsrechts gerecht zu werden, Sanktionen und Maßnahmen so auszugestalten, dass sie wirksam, verhältnismäßig und

<sup>5</sup> Vgl. Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a Var. 4; *Kumpan/Misterek*, in: KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 9.

<sup>6</sup> Vgl. dazu eingehend etwa *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 13 ff.; *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 19 ff.

<sup>7</sup> *Bekritsky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 10 f.: Zum einen Art. 30 Abs. 2 lit. h–j MAR: „finanzielle Sanktionen“; zum anderen Art. 31 Abs. 1 MAR: „Bestimmung der Art und der Höhe der verwaltungsrechtlichen Sanktionen“, woraus folgt, dass Sanktionen auch nicht-finanziell sein können, da sie andernfalls nicht nach ihrer „Art“ bestimmt werden müssten.

abschreckend sind.<sup>8</sup> Im Gegensatz zu den anderen Bestimmungen der MAR müssen die Vorgaben des Art. 30 Abs. 2 MAR in nationales Recht umgesetzt werden<sup>9</sup> und sind zudem mindestharmonisierend.<sup>10</sup> Daher steht es den Mitgliedstaaten frei, strengere oder zusätzliche Sanktionen und Maßnahmen festzulegen.<sup>11</sup> In Deutschland sind die finanziellen Sanktionen bei einem Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR in § 120 Abs. 15 Nr. 6–11, Abs. 18 Nr. 2 WpHG und die nicht-finanziellen Sanktionen und Maßnahmen in § 6 Abs. 6–10 WpHG umgesetzt.<sup>12</sup> Im Vergleich zu der Vorgängerrichtlinie sind die in Art. 30 Abs. 2 MAR geforderten Konsequenzen deutlich eingriffsintensiver.<sup>13</sup>

Hervorzuheben ist das von der Gesetzessystematik angelegte zweistufige Vorgehen, wonach verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen an vollständig erfüllte Tatbestände der in Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a MAR aufgezählten Vorschriften anknüpfen. Daher ist in einem ersten Schritt auf Grundlage des einschlägigen Tatbestands der Rechtsfolgenrahmen zu ermitteln, den Verstöße nach dem Willen des Ordnungsgebers abstrakt eröffnen (Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a, Abs. 2 i. V. m. z. B. Art. 17 MAR). Daraufhin ist in einem zweiten Schritt in pflichtgemäßer Ermessensausübung die im konkreten Fall angemessene Konsequenz innerhalb dieses Rahmens zu bestimmen (Art. 31 MAR).<sup>14</sup> Daher kann ein Tatbestand nicht mit dem Verweis darauf ausgeweitet werden, dass der Behörde das Ermessen zusteht, eine Maßnahme oder Sanktion im Einzelfall nicht zu verhängen. Nicht nur würde dies der zweistufigen Konzeption des Sanktionsregimes widersprechen, sondern würde auch weitgehende Pflichten implementieren, die einzig durch das rechtsunsichere Vehikel des behördlichen Ermessens begrenzt werden könnten.<sup>15</sup> Daher kann in Art. 17 Abs. 1 MAR nicht etwa deswegen auf ein Kenntniserfordernis verzichtet werden, weil die Behörde die tatsächlichen Konsequenzen für den Emittenten da-

<sup>8</sup> Vgl. zu diesen Vorgaben EuGH, Urt. v. 21.9.1989, C-68/88, ECLI:EU:C:1989:339, Rn. 24 – Kommission/Griechenland, NJW 1990, 2245. Zu den unterschiedlichen Regelungsstrategien, um diese Anforderungen umzusetzen vgl. *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbner, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 24 m. w. N.

<sup>9</sup> v. d. Linden, DStR 2016, 1036, 1041; Krause, CCZ 2014, 248, 258; Kiesewetter/Parmentier, BB 2013, 2371, 2377 f.

<sup>10</sup> *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 20; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Einl. Rn. 50; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1286; *Klöhn*, AG 2016, 423, 425; *Poelzig*, NZG 2016, 528, 529; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 595; *Veil*, ZBB 2014, 85, 87; v. *Buttlar*, BB 2014, 451, 453.

<sup>11</sup> Erwägungsgrund Nr. 71 Satz 5 MAR. Vgl. auch Art. 30 Abs. 2 MAR: „mindestens die folgenden“; *Krause*, CCZ 2014, 248, 258.

<sup>12</sup> Vgl. *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 20 ff.

<sup>13</sup> Vgl. konkret Art. 14 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG.

<sup>14</sup> Dazu ausführlich *Rönnau/Wegner*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 29 Rn. 51. S. auch das Vorgehen der BaFin im Rahmen von Bußgeldvorschriften, vgl. BaFin, WpHG-Bußgeldleitlinien II, Februar 2017, S. 6 ff., abrufbar unter: [www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_bussgeldleitlinien\\_2016.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=8](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_bussgeldleitlinien_2016.pdf?__blob=publicationFile&v=8).

<sup>15</sup> Vgl. zur Kumulation von Haftungsrisiken und Rechtsunsicherheit § 4 B. I. 5.

durch abmildern könnte, dass sie im Falle seiner Unkenntnis die Rechtsfolgen mildert oder ganz von ihnen absieht.

## II. Nicht-finanzielle Sanktionen und Maßnahmen

Zu den nicht-finanziellen Sanktionen und Maßnahmen gehören nach Maßgabe des Art. 30 Abs. 2 lit. a–e MAR Einstellungs- und Unterlassungsanordnungen (lit. a), der Entzug durch den Verstoß erzielter Gewinne oder vermiedener Verluste (lit. b), die öffentliche Warnung hinsichtlich der für den Verstoß verantwortlichen Personen und der Art des Verstoßes (lit. c), der Entzug oder die Aussetzung der Zulassung einer Wertpapierfirma (lit. d) und ein Berufsverbot für Führungskräfte und andere verantwortliche Personen in einer Wertpapierfirma (lit. e).

Bemerkenswert ist zunächst die Intensität der angedrohten Konsequenzen, die für Unternehmen unter Umständen sogar einschneidender sein können als eine Geldzahlung. So kann etwa die in Art. 30 Abs. 2 lit. c MAR vorgesehene öffentliche Warnung Reputationsschäden mit auch mittelbaren monetären Verlusten nach sich ziehen.<sup>16</sup> Die Besonderheit der öffentlichen Warnung nach Art. 30 Abs. 2 lit. c MAR gegenüber dem sog. *Naming and Shaming* nach Art. 34 MAR ergibt sich daraus, dass bei Art. 34 MAR eine abgeschlossene Entscheidung in einem behördlichen Verfahren vorausgesetzt wird.<sup>17</sup> Dagegen muss ein Verfahren bei Warnungen nach Art. 30 Abs. 2 lit. c MAR nicht einmal eingeleitet sein, auch wenn der Verstoß nachgewiesen werden muss.<sup>18</sup> Auch beim Entzug oder der Aussetzung der Zulassung einer Wertpapierfirma nach Art. 30 Abs. 2 lit. d MAR handelt es sich um ein „äußerst scharfes Schwert“.<sup>19</sup> Dieses trifft regelmäßig nicht nur die verantwortliche Wertpapierfirma, sondern auch Gläubiger und sonstige Kunden des Instituts.<sup>20</sup> Daher stellen Maßnahmen und nicht-finanzielle Sanktionen nicht etwa eine abgeschwächte Form verwaltungsrechtlicher Rechtsfolgen im Vergleich zu den finanziellen Sanktionen dar. Vielmehr sollen sie gerade dann abhelfen, wenn die Androhung einer Zahlung für den Fall einer Zuwiderhandlung keine hinreichende Anreizwirkung auf den Normadressaten verspricht.<sup>21</sup>

Außerdem ist beachtlich, dass das Tätigkeitsverbot nach Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR auch gegenüber einer Person ausgesprochen kann, die von dem Normadressaten

<sup>16</sup> Vgl. generell zu Reputationsschäden im Kapitalmarktrecht Ph. Koch, *Naming and shaming*, S. 241 ff.

<sup>17</sup> Spoerr, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 34 VO Nr. 596/2014 Rn. 5 ff.

<sup>18</sup> Kumpan/Misterek, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 26. Bzgl. § 6 Abs. 9 WpHG: Döhmle, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, § 6 WpHG Rn. 181.

<sup>19</sup> Kumpan/Misterek, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 29.

<sup>20</sup> Fischer/Müller, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG/CRR-VO, § 35 KWG Rn. 15.

<sup>21</sup> Cools, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.30.08, B.31.09; Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, S. 509 f.

verschieden ist. Dies zeigt sich insbesondere am Beispiel der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR, auf die Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR anwendbar ist.<sup>22</sup> Denn Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet ausschließlich den Emittenten, während sich das Tätigkeitsverbot nach Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR auf die verantwortlichen natürlichen Personen bezieht. Wenn der Emittent gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstößt, kann dies also auch negative Folgen für die in Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR verantwortlichen Mitarbeiter haben.<sup>23</sup>

### III. Finanzielle Sanktionen

Neben den Maßnahmen und nicht-finanziellen Sanktionen schreibt Art. 30 Abs. 2 MAR auch finanzielle Sanktionen in Form von Bußgeldern vor. Die in Art. 30 Abs. 2 lit. h–j MAR geregelten Bußgelder stellen verwaltungsrechtliche Sanktionen dar, die general- und spezialpräventiv der Abschreckung dienen sollen.<sup>24</sup> Gem. Art. 30 Abs. 2 lit. h MAR haben die Mitgliedstaaten maximale verwaltungsrechtliche Sanktionen vorzusehen, die mindestens bis zur dreifachen Höhe der durch die Verstöße erzielten Gewinne oder vermiedenen Verluste reichen können. Im Falle eines Verstoßes gegen Art. 17 Abs. 1 MAR, dessen Normadressat ausschließlich der Emittent ist, beträgt das maximal festzulegende Bußgeld nach Maßgabe des Art. 30 Abs. 2 lit. j Ziff. ii, UAbs. 3 MAR 2,5 Mio. Euro oder 2 % des jährlichen Gesamtumsatzes des Unternehmens. Nach Art. 30 Abs. 2 UAbs. 3 MAR ist nicht etwa nur der Umsatz des adressierten Rechtsträgers, sondern der Umsatz der gesamten konzernrechtlich verbundenen Unternehmensgruppe gemeint.<sup>25</sup> Bußgelder in der von Art. 30 Abs. 2 MAR geforderten Höhe werden vermehrt als „drakonisch“<sup>26</sup> und „beispiellos“<sup>27</sup> bezeichnet. Im Vergleich zu der Vorgängerrichtlinie handele es sich um einen „drastisch erhöhten“<sup>28</sup> Sanktionsrahmen, wobei solch „eskalierende“ Konsequenzen nur eine „wenig nachgewiesene Korrelation zur tatsächlichen Effektivität der Rechtsdurchsetzung“ aufweisen würden.<sup>29</sup>

<sup>22</sup> *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 31.

<sup>23</sup> *Bekritsky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 70.

<sup>24</sup> Erwägungsgrund Nr. 71 MAR; *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 28; *Poelzig*, NZG 2016, 492, 497.

<sup>25</sup> *Krause*, CCZ 2014, 248, 259; kritisch hierzu *Poelzig*, NZG 2016, 492, 498.

<sup>26</sup> *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 30.

<sup>27</sup> *Becker/Rodde*, ZBB 2016, 11, 15.

<sup>28</sup> *Kumpan/Misterek*, in: KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 6: „Schon nach altem Recht gehörten die vom WpHG eröffneten Höchstbeträge von bis zu 1 Million Euro zu den höchsten des deutschen Sanktionsrechts. Durch die MAR wurden sie nun teilweise verfünffacht“.

<sup>29</sup> *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 30. Vgl. auch *Zeder*, NZWist 2017, 41, 47: „Hang zur Repression“.

Zuzugeben ist dem von der MAR gewählten Rechtsfolgenregime allerdings, dass auf diese Weise die Präventionswirkung der Sanktionierung gestärkt wird.<sup>30</sup> Denn es ist stets zu berücksichtigen, dass der Normadressat auch mit der Möglichkeit rechnet, mit dem von ihm begangenen Rechtsverstoß unentdeckt zu bleiben. Wenn sich ein Normadressat entschließt, eine mit einem Bußgeld verfolgte Zuwiderhandlung zu begehen, um dadurch bestimmte Vorteile zu erlangen – sei es in Form von Gewinnen oder ersparten Aufwendungen<sup>31</sup> – wird es daher nicht ausschließlich der absolute Betrag des angedrohten Bußgelds sein, den er den Vorteilen aus der Zuwiderhandlung gegenüberstellt. Vielmehr wird der Verpflichtete einen Erwartungswert bilden, indem er das angedrohte Bußgeld mit der Wahrscheinlichkeit multipliziert, mit der die Behörde den Verstoß verfolgt, und wird diesen Betrag mit den Vorteilen aus der Zuwiderhandlung vergleichen.<sup>32</sup> Sollten die Vorteile größer sein als der Erwartungswert, wird der Normadressat sich dazu entschließen, eine Zuwiderhandlung zu begehen. Daher ist regulatorisch dafür zu sorgen, dass der Erwartungswert höher ist als die Vorteile, da die Zuwiderhandlung dann unterbleibt. Das ist aber nur möglich, wenn jedenfalls das Bußgeld den durch den Rechtsverstoß erlangten Vorteil übersteigt.

Diese Überlegung soll an dem folgenden Beispiel veranschaulicht werden: Angenommen der Vorteil des Emittenten aus einem Verstoß gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht beträgt 1,5 Mio. Euro und die Verfolgungswahrscheinlichkeit ist 70 %. Wenn man in dieser Konstellation ein Bußgeld in derselben Höhe wie den Vorteil von 1,5 Mio. Euro androhen würde, wäre das erwartete Bußgeld (Erwartungswert) stets geringer als der Vorteil aus der Zuwiderhandlung. Denn  $1,5 \text{ Mio. Euro} \times 70 \% = 1,05 \text{ Mio. Euro}$  (erwartetes Bußgeld)  $< 1,5 \text{ Mio. Euro}$  (Vorteil): Die Verletzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht findet statt. Vielmehr muss das angedrohte Bußgeld den Vorteil jedenfalls übersteigen: Hier würde etwa ein angedrohtes Bußgeld von 2,5 Mio. Euro den gewünschten Effekt erzielen. Denn  $2,5 \text{ Mio. Euro} \times 70 \% = 1,75 \text{ Mio. Euro}$  (erwartetes Bußgeld)  $> 1,5 \text{ Mio. Euro}$  (Vorteil): Der Emittent kommt der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach. Hieraus folgt: Je höher das angedrohte Bußgeld bemessen ist, desto wahrscheinlicher ist es, dass der Vorteil des Normadressaten unter dem erwarteten Bußgeld liegt und desto wahrscheinlicher ist es demnach, dass er keine Zuwiderhandlung begeht.

Bei alledem hat man sich zu vergewissern, dass die Prävention von Zuwiderhandlungen an sich kein Selbstzweck ist, sondern nur dort zum Einsatz kommen sollte, wo sie gesamtgesellschaftlich vorteilhaft ist. Dies ist insbesondere dann nicht der Fall, wenn der Pflichtenkatalog auf Tatbestandsebene ein exzessives Ausmaß annimmt: Zum einen besteht die Gefahr, dass der Emittent – getrieben durch die

<sup>30</sup> *Veil*, ZGR 2016, 305, 314.

<sup>31</sup> Im Rahmen der Ad-Hoc-Pflicht wird es sich regelmäßig um ersparte Aufwendungen handeln. Vgl. aber auch *Veil*, ZGR 2016, 305, 314 mit Fn. 45: „die unterlassene Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung kann sich [auch] auf den Umsatz des Emittenten auswirken“.

<sup>32</sup> *Ackermann*, ZWeR 2010, 329, 333, 335.

angedrohten Haftungsrisiken – Ressourcen für Verhaltensweisen aufwendet, denen kein zumindest gleichwertiger gesamtgesellschaftlicher Mehrwert gegenübersteht. Unter der Annahme, dass die Verfolgungswahrscheinlichkeit wiederum 70 % und das angedrohte Bußgeld 2,5 Mio. Euro beträgt, wäre es demnach nicht sinnvoll, den Tatbestand der Ad-Hoc-Publizität auf eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation auszuweiten, wenn hierdurch ein gesellschaftlicher Mehrwert von weniger als 1,75 Mio. Euro generiert wird. Denn ausweislich des erwarteten Bußgelds von  $70\% \times 2,5 \text{ Mio. Euro} = 1,75 \text{ Mio. Euro}$ , wird der Emittent bis zu 1,75 Mio. Euro investieren, um die geforderten Verhaltensweisen der Informationsbeschaffung und -organisation durchzuführen. Zum anderen können die von den Haftungsrisiken dominierten Kosten für die Befolgung eines exzessiven Pflichteninhalts so erdrückend sein, dass der Emittent den Kapitalmarkt verlassen wird.<sup>33</sup> Verspricht sich der Emittent aus seiner Teilnahme am Kapitalmarkt also einen geringeren Nutzen als die aufzuwendenden Ressourcen i. H. v. 1,75 Mio. Euro, wird er sich vom Kapitalmarkt abwenden.

Dass die Verhaltenspflichten auf Tatbestandsseite nicht überstrapaziert werden, ist umso wichtiger, je mehr die Rechtsunsicherheit für den Normadressaten hierdurch zunehmen würde.<sup>34</sup> Denn bestehende Rechtsunsicherheit sorgt dafür, dass der Normadressat einen Sicherheitszuschlag aufwendet, der umso größer ist, je weniger Vorgaben dem Tatbestand entnommen werden können und je höher die Haftungsrisiken sind.<sup>35</sup> Daher wird der Rechtsanwender durch die Existenz hoher Bußgelder auf Rechtsfolgenseite umso mehr dazu gezwungen, die tatbestandlichen Anforderungen auf eine Weise zu justieren, durch die die Präventionswirkung nur im Hinblick auf solche Verhaltensweisen zum Einsatz kommt, die einen gesamtgesellschaftlichen Vorteil versprechen. Diesem Gesichtspunkt wird nicht zuletzt dadurch Nachdruck verliehen, dass gerade die Höhe der in Art. 30 Abs. 2 MAR angeordneten Bußgelder weitreichender Kritik ausgesetzt ist.<sup>36</sup> Daher sollte das Augenmerk in noch höherem Maße auf die Frage gerichtet sein, ob diese Bußgelder tatsächlich das richtige Instrument sind, um den Normadressaten zur Informationsbeschaffung und -organisation zu motivieren.

---

<sup>33</sup> Ackermann, ZHR 179 (2015), 538, 556.

<sup>34</sup> Speziell zu Bußgeldern vgl. Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme zum Referentenentwurf zum Finanzmarktnovellierungsgesetz, 18. 11. 2015, S. 15: „Eine solche Mischung aus deutlich verschärften Sanktionen bei gleichzeitiger Rechtsunsicherheit halten wir für bedenklich“. Zum Analogieverbot vgl. *Bekritsky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 33 ff.

<sup>35</sup> Vgl. bereits § 4 B. I. 5.

<sup>36</sup> Vgl. oben in diesem Abschnitt.

#### IV. Kein unionsrechtlich gefordertes Verschulden

Maßgeblichen Einfluss darauf, inwieweit der Emittent mit den in Art. 30 Abs. 2 MAR geforderten Maßnahmen und Sanktionen rechnen muss, hat zudem die Frage, ob die Rechtsfolgen des Art. 30 Abs. 2 MAR ein Verschuldenselement wie Vorsatz oder Fahrlässigkeit voraussetzen oder als Gefährdungshaftung (*strict liability*) ausgestaltet sein können.<sup>37</sup> Im Falle einer Gefährdungshaftung würde der Emittent stets belangt werden, wenn er die ihm durch Art. 17 Abs. 1 MAR auferlegten Pflichten nicht erfüllt. Dagegen müsste bei einer Verschuldenshaftung zusätzlich die Frage gestellt werden, ob der Emittent zumindest fahrlässig gehandelt hat. Im Falle einer Gefährdungshaftung wären Sanktionen und Maßnahmen gegen den Emittenten also wahrscheinlicher als im Falle einer Verschuldenshaftung. Sollte sich herausstellen, dass die Rechtsfolgen des Art. 30 Abs. 2 MAR auch als Gefährdungshaftung ausgestaltet werden können, geht der Ordnungsgeber umso eher davon aus, dass bereits auf Ebene des Tatbestands des Art. 17 Abs. 1 MAR dafür zu sorgen ist, dass die so entstehenden Haftungsrisiken für den Emittenten begrenzt werden.

Für die autonome Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR ist dabei ausschließlich relevant, ob das Unionsrecht von einer Verschuldens- oder Gefährdungshaftung ausgeht, während eine etwaig überschießende Ausgestaltung in den Mitgliedstaaten nicht als Argumentationsstütze im Rahmen der Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR herangezogen werden kann. Dabei besteht offenbar Einigkeit darüber, dass Maßnahmen nicht davon abhängig gemacht werden müssen, dass der Emittent vorsätzlich oder fahrlässig gehandelt hat.<sup>38</sup> Denn das Erfordernis eines Verschuldens wird nur im Zusammenhang mit Sanktionen diskutiert.<sup>39</sup> Während die finanziellen Sanktionen in Deutschland als Ordnungswidrigkeiten umgesetzt sind, die Vorsatz oder Leichtfertigkeit verlangen (vgl. § 120 Abs. 15 Nr. 6–11, Abs. 18 Nr. 2 WpHG),<sup>40</sup> scheint sich Art. 30 Abs. 2 lit. j MAR seinem Wortlaut nach auch auf Verstöße zu erstrecken, die kein Verschulden des Normadressaten voraussetzen.<sup>41</sup> Dies deutet darauf hin, dass aus unionsrechtlicher Perspektive auch eine Gefährdungshaftung für Verstöße gegen Art. 17 Abs. 1 MAR infrage kommt.<sup>42</sup>

Teilweise wird für ein unionsrechtlich gefordertes Verschuldenserfordernis angeführt, dass gem. Art. 31 Abs. 1 lit. b MAR der Grad an Verantwortung zu berücksichtigen ist, wenn die verwaltungsrechtlichen Sanktionen nach ihrer Art und

<sup>37</sup> So auch die von *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 30 verwendete Terminologie.

<sup>38</sup> So setzt etwa § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG kein Verschulden des Emittenten voraus. § 6 Abs. 8 WpHG setzt hingegen Vorsatz voraus.

<sup>39</sup> *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 32.

<sup>40</sup> Hierzu v. *Buttler*, EuZW 2020, 598, 601 unter Verweis auf Art. 103 Abs. 2 GG.

<sup>41</sup> *Kumpan/Misterek*, in: KMRK, Art. 30 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 19.

<sup>42</sup> Vgl. hierzu bereits *Bekritsky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 26 ff.



Höhe bestimmt werden.<sup>43</sup> Dem kann aber kein hinreichender Anhaltspunkt dafür entnommen werden, dass das Unionsrecht eine Bußgeldhaftung nur bei einem schuldhaften Verhalten vorsieht.<sup>44</sup> Zum einen kann das weitergehende Kriterium der Verantwortung (*responsibility*) erfüllt sein, ohne dass die engere Voraussetzung des Verschuldens (*fault/negligence*) gegeben ist. Deshalb sind beide Begriffe nicht deckungsgleich.<sup>45</sup> Zum anderen ist die Verantwortung (*responsibility*) lediglich ein Kriterium unter vielen, nach dem gem. Art. 31 Abs. 1 MAR die Höhe des Bußgelds im Rahmen der Haftungsausfüllung „gegebenenfalls“ bemessen werden kann. Dadurch wird aber keine Aussage darüber getroffen, ob eine persönliche Vorwerfbarkeit oder gar ein Verschulden bei der Haftungs Begründung zwingend ist.<sup>46</sup>

Eine weitere Möglichkeit, ein ungeschriebenes Verschuldenselement auf unionsrechtlicher Ebene zu implementieren, besteht darin, die von Art. 30 Abs. 2 lit. j MAR vorgeschriebene Sanktionierung dem Begriff der „Strafe“ nach Art. 7 EMRK zuzuordnen und daran anknüpfend zusätzliche Voraussetzungen auf subjektiver Tatbestandsseite zu verlangen.<sup>47</sup> Was die Relevanz des Art. 7 EMRK für die Auslegung der MAR angeht, wird der Konventionsvorschrift nicht zuletzt dadurch Nachdruck verliehen, dass sie richtungsweisend für die Bedeutung und Tragweite des Art. 49 GRCh ist,<sup>48</sup> im Lichte dessen die Vorschriften der MAR auszulegen und anzuwenden sind.<sup>49</sup>

Allerdings sind auch dadurch nicht zugleich die Weichen dafür gestellt, dass das Unionsrecht eine Bebußung stets an Vorsatz oder Fahrlässigkeit knüpft. Richtig ist, dass das Merkmal der „Strafe“ i. S. d. Art. 7 EMRK autonom auszulegen ist. Daher erfasst die „Strafe“ i. S. d. Art. 7 EMRK nicht nur die Kriminalstrafe, sondern auch alle anderen Konsequenzen, die nicht rein präventiver Natur sind und unrechtmäßiges Verhalten repressiv sanktionieren.<sup>50</sup> So hat der EGMR auch die Beschlagnahme von Grundstücken, die auf nationaler Ebene als Verwaltungsmaßnahme eingeordnet war, als Strafe i. S. d. Art. 7 EMRK angesehen.<sup>51</sup> Demnach ist die Bebußung nach Art. 30 Abs. 2 lit. j MAR von dem Schutzbereich des Art. 7 EMRK erfasst.<sup>52</sup>

<sup>43</sup> *Poelzig*, NZG 2016, 492, 497, die Art. 31 Abs. 2 lit. b MAR die Voraussetzung der Leichtfertigkeit entnimmt; vgl. auch *Hellgardt*, AG 2012, 154, 166.

<sup>44</sup> *Kumpan/Misterek*, in: KMRK, Art. 30 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 19.

<sup>45</sup> *Bekritsky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 28.

<sup>46</sup> *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 32.

<sup>47</sup> *Kumpan/Misterek*, in: KMRK, Art. 30 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 19; *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 34.

<sup>48</sup> Vgl. Art. 52 Abs. 3 GRCh mit Charta-Erläuterungen, ABl. 2007 C 303/30f. Lediglich Art. 49 Abs. 1 Satz 3 GRCh gehe darüber hinaus, *Jarass*, GRCh, Art. 49 Rn. 1.

<sup>49</sup> Erwägungsgrund Nr. 77 MAR.

<sup>50</sup> *Meyer-Ladewig/Harrendorf/König*, in: Meyer-Ladewig/Nettesheim/v. Raumer, EMRK, Art. 7 Rn. 6f.

<sup>51</sup> EGMR, Urt. v. 20. 1. 2009, 75909/01, Rn. 115 – Sud Fondi SRL u. a. Hierzu *Satzger*, in: Satzger/Schluckebier/Widmeier, StPO, Art. 7 EMRK Rn. 10.

<sup>52</sup> *Cahn*, in: FS 25 Jahre WpHG, S. 41, 50.



Problematisch dürfte aber sein, die daraus erwachsenden Anforderungen an die Ausgestaltung einer Bebußung konkret auszubuchstabieren. Das liegt daran, dass bereits das konventionsrechtliche Schuldprinzip selbst nicht ausdrücklich in Art. 7 EMRK erwähnt ist. Vielmehr wird es lediglich unter Bezugnahme auf die englische („guilty“) und französische („coupable“) Sprachfassung der EMRK hineingelesen.<sup>53</sup> Wörtlich formulierte der EGMR etwa in der offiziellen französischen Fassung der Entscheidung in Sachen *Sud Fondi SRL u. a.*:<sup>54</sup>

„Cependant, la logique de la peine et de la punition ainsi que la notion de ‚guilty‘ (dans la version anglaise) et la notion correspondante de ‚personne coupable‘ (dans la version française) vont dans le sens d’une interprétation de l’article 7 qui exige, pour punir, un lien de nature intellectuelle (conscience et volonté) permettant de déceler un élément de responsabilité dans la conduite de l’auteur matériel de l’infraction.“

Dass unter diesem interpretationsoffenen Maßstab nicht zwingend die Forderung des EGMR zu verstehen ist, eine Sanktionierung ausschließlich bei Vorsatz oder Fahrlässigkeit zuzulassen, entpuppt sich aller spätestens, wenn man das Meinungsbild betrachtet, das sich mit den Folgerungen aus dieser Entscheidung auseinandersetzt. So sprechen sich einige Stimmen dafür aus, es handele sich um eine „Annäherung an den Schuldgrundsatz“,<sup>55</sup> während andere einen Verantwortlichkeitsmaßstab erblicken, der auf einem kognitiven und voluntativen Element aufbaut und damit dem angloamerikanischen Konzept der *mens rea* nahestehen soll.<sup>56</sup>

Indessen entfernen sich die Ausführungen des EGMR in einem späteren Urteil in Sachen *Varvara* von einem zwingenden Verschuldenselement und dem Erfordernis einer *mens rea*.<sup>57</sup> Art. 7 EMRK verlange keine „psychologische“, „intellektuelle“ oder „moralische“ Verknüpfung zwischen dem Tatbestand und der Person, die ihn verwirklicht haben soll.<sup>58</sup> Vielmehr beruft sich das Gericht auf die Entscheidung in Sachen *Valico S.r.l.*,<sup>59</sup> in der klargestellt wird, dass Art. 7 EMRK nicht dadurch verletzt sei, dass eine Strafe verhängt werde, die nicht an ein vorsätzliches oder fahrlässiges (*intention or negligence*) Verhalten anknüpfe.<sup>60</sup> Stattdessen sei Art. 7 EMRK so zu verstehen, dass überhaupt eine Haftungsgrundlage existieren müsse,

<sup>53</sup> Kreicker, in: Sieber/Satzger/v. Heintschel-Heinegg, Europäisches Strafrecht, Art. 7 EMRK Rn. 87 m. w. N.

<sup>54</sup> EGMR, Ur. v. 20. 1. 2009, 78909/01, Rn. 116 – *Sud Fondi SRL u. a.*

<sup>55</sup> Gaede, in: MüKo-StPO, 2018, Art. 7 EMRK Rn. 26. Ähnlich auch Richter Pinto de Albuquerque in seinem Sondervotum in Sachen *G.I.E.M. S.r.l. u. a.*, es handele sich lediglich um die Formulierung des Grundsatzes *nulla poena sine culpa*, EGMR, Ur. v. 28. 6. 2018, 1828/06, 34163/07 und 19029/11, Rn. 24 – *G.I.E.M. S.r.l. u. a.* (Partly concurring and partly dissenting opinion).

<sup>56</sup> Schörner, ZJS 2019, 144, 146; Satzger, in: Satzger/Schluckebier/Widmeier, StPO, Art. 7 EMRK Rn. 27. Vgl. zum Begriff der *mens rea* § 6 C. II. 2.

<sup>57</sup> Schörner, ZJS 2019, 144, 146, 147.

<sup>58</sup> EGMR, Ur. v. 29. 10. 2013, 17475/09, Rn. 70 – *Varvara*.

<sup>59</sup> EGMR, Ur. v. 21. 3. 2006, 70074/01 – *Valico S.r.l.*

<sup>60</sup> EGMR, Ur. v. 29. 10. 2013, 17475/09, Rn. 70 – *Varvara*.

um einer Person die Tatbestandsverwirklichung zurechnen und damit eine Bestrafung rechtfertigen zu können.<sup>61</sup>

Dass unionale Bußgeldtatbestände nicht zwingend Vorsatz oder Fahrlässigkeit voraussetzen müssen, wird schließlich durch die EGMR-Entscheidung *G.I.E.M. S.r.l. u. a.*<sup>62</sup> bestätigt. Dort erläutert das Gericht, was unter dem „mental link“ im Sinne seiner Rechtsprechung in *Sud Fondi* zu verstehen ist. Da Tatbestände und ihre Rechtsfolgen so bestimmt sein müssten, dass vorhersehbar sei, welche Konsequenzen das Gesetz an ein bestimmtes Verhalten knüpfe, sei folgerichtig auch zu fordern, dass eine Person zu erkennen in der Lage sei, welche Folgen sie im Anschluss an ein bestimmtes Verhalten erwarten würden.<sup>63</sup> Allein die Erkennbarkeit der Voraussetzungen und ihrer Konsequenzen sei unter der *personal liability* zu verstehen, wie sie von Art. 7 EMRK gefordert werde. Eine solche kann sowohl bei Tatbeständen der Gefährdungshaftung als auch der Verschuldenshaftung gegeben sein, wie das Gericht unter Verweis auf seine Rechtsprechung in *Varvara* bestätigt. Daher verlangt der Schuldgrundsatz des Art. 7 EMRK lediglich eine subjektive Erkennbarkeit des Tatbestands und der Rechtsfolgen durch die betroffene Person. Dagegen macht Art. 7 EMRK keine Vorgaben dazu, wie ein Tatbestand ausgestaltet sein muss. Er trifft also keine Aussage darüber, ob eine Gefährdungs- oder Verschuldenshaftung vorzusehen ist.<sup>64</sup>

In einer Linie mit dieser Interpretation befindet sich auch die Auffassung des EuGH. Das Unionsrecht stehe nicht der Schaffung von Straftatbeständen entgegen, die nicht an ein Verschulden des Normadressaten und damit nur an eine objektive Strafbarkeit anknüpfen würden.<sup>65</sup> Hiergegen spricht auch nicht die politische Absichtserklärung des Rates der Europäischen Union, die vorgibt, von einer Strafbarkeit für schuldloses Verhalten innerhalb der Strafgesetzgebung der EU abzusehen.<sup>66</sup> Die Absichtserklärung bezieht sich – anders als Art. 7 EMRK und Art. 49 GRCh – nur

<sup>61</sup> EGMR, Urt. v. 29.10.2013, 17475/09, Rn. 71 – *Varvara*.

<sup>62</sup> EGMR, Urt. v. 28.6.2018, 1828/06, 34163/07 und 19029/11 – *G.I.E.M. S.r.l. u. a.*

<sup>63</sup> EGMR, Urt. v. 28.6.2018, 1828/06, 34163/07 und 19029/11, Rn. 242 f. – *G.I.E.M. S.r.l. u. a.*

<sup>64</sup> *Bekritsky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 29 ff.; a. A. *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 36: „Eine strict liability wäre folglich ausgeschlossen“, der sich aber ausschließlich auf die Interpretation der *Sud Fondi*-Entscheidung durch *Satzger* beruft und insb. die Entscheidungen *Varvara* und *G.I.E.M. S.r.l. u. a.* unerwähnt lässt.

<sup>65</sup> EuGH, Urt. v. 10.7.1990, C-326/88, ECLI:EU:C:1990:291, Rn. 15 ff. – Hansen, BeckRS 2004, 70816; EuGH, Urt. v. 2.10.1991, C-7/90, ECLI:EU:C:1991:363, Rn. 17 f. – Vandevenne u. a., BeckRS 2004, 77713; EuGH, Urt. v. 27.2.1997, C-177/95, ECLI:EU:C:1997:89, Rn. 36 – *Ebony Maritime*, BeckRS 2004, 74706; EuGH, Urt. v. 9.2.2012, C-210/10, ECLI:EU:C:2012:64, Rn. 47 f. – *Urbán*, BeckRS 2012, 80284; EuGH, Urt. v. 11.7.2002, C-210/00, ECLI:EU:C:2002:440, Rn. 48 – *Käserei Champignon Hofmeister*, BeckRS 2004, 74993.

<sup>66</sup> Schlussfolgerungen über Musterbestimmungen als Orientierungspunkte für die Verhandlungen des Rates im Bereich des Strafrechts, Ratsdokument 16542/09 REV v. 26.11.2009, S. 6, abrufbar unter <https://db.eurocrim.org/db/de/doc/1167.pdf>.

auf das Kriminalstrafrecht, dem die Verwaltungssanktionen des Art. 30 Abs. 2 MAR nicht zuzuordnen sind.<sup>67</sup> Zwar ist Spoerr insoweit zuzustimmen, als der EuGH in seinen Entscheidungen nationale Tatbestände im Blick hatte, sich vorliegend aber die normhierarchisch anders gelagerte Frage stellt, ob Rechtsakte der Union selbst – wie Art. 30 Abs. 2 MAR – eine Haftung für schuldloses Verhalten vorsehen dürfen.<sup>68</sup> Diese Differenzierung führt aber nicht dazu, dass die rechtsstaatlichen Anforderungen des Unionsrechts danach variieren, ob es sich um einen mitgliedstaatlichen Tatbestand oder eine europäische Sekundärregelung handelt.<sup>69</sup> Denn offenbar wird es unter dem Dach des europäischen Primärrechts für akzeptabel gehalten, wenn Sanktionen als Gefährdungshaftung ausgestaltet sind. Daher muss eine Gefährdungshaftung auch im Rahmen des Art. 30 Abs. 2 MAR zulässig sein.<sup>70</sup>

## V. Folgerungen für die Tatbestandsseite

### 1. Ressourceneinsatz des Emittenten

Es hat sich herausgestellt, dass aufsichtsrechtliche Maßnahmen in Bezug auf die Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR nach einhelliger Auffassung nicht davon abhängen, ob den Emittenten ein Verschulden im Umgang mit Insiderinformationen trifft. Zwar besteht eine solche Einigkeit im Hinblick auf Sanktionen nicht, jedoch lässt sich der Rechtsprechung des EGMR nach hier vertretener Auffassung entnehmen, dass diese auch als Gefährdungshaftung ausgestaltet sein können. Daher können den Emittenten aus unionsrechtlicher Perspektive sämtliche Konsequenzen des Art. 30 Abs. 2 MAR bereits dann treffen, wenn er die durch Art. 17 Abs. 1 MAR geforderten Verhaltensweisen nicht ausführt, unabhängig davon, ob ihn diesbezüglich ein Verschulden trifft.

Vor diesem Hintergrund ist zu erörtern, ob der Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation enthalten sollte. Ausgangspunkt der Überlegungen ist, dass der Emittent Ressourcen für diese Maßnahmen aufwenden würde, die sich an der in Art. 30 Abs. 2 MAR bestimmten Haftung orientieren. Maßgebend für die vom Emittenten aufgewendeten Ressourcen ist daher zum einen der als „drakonisch“, „beispiellos“ und „eskalierend“ bezeichnete Bußgeldkatalog. Daher würde der Emittent bereits wegen der drohenden Bußgelder einen Aufwand in Millionenhöhe in die Informationsbeschaffung und -organisation investieren, um den finanziellen Konsequenzen des Art. 30 Abs. 2 MAR zu entgehen.<sup>71</sup> Dies wird teilweise als rechtspolitisch verfehlt angesehen.<sup>72</sup>

<sup>67</sup> Spoerr, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 34.

<sup>68</sup> Spoerr, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 34.

<sup>69</sup> Bekritsky, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 32.

<sup>70</sup> In diese Richtung auch v. Buttlar, EuZW 2020, 598, 601.

<sup>71</sup> Vgl. Cools, in: Ventruruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.30.08.

<sup>72</sup> Poelzig, in: EBJs, Art. 17 Marktmissbrauchs-VO Rn. 16.

Zum anderen hat der Emittent im Falle einer Zuwiderhandlung auch mit sämtlichen in Art. 30 Abs. 2 MAR aufgezählten Maßnahmen und nicht-finanziellen Sanktionen zu rechnen. Hierzu gehören insbesondere das *Naming and Shaming* nach Art. 34 MAR und auch die öffentliche Warnung nach Art. 30 Abs. 2 lit. c MAR, für die nicht einmal ein behördliches Verfahren eingeleitet werden muss. Auch diese einschneidenden Rechtsfolgen lassen den Sorgfaltsaufwand des Emittenten ansteigen.

## 2. Rechtsunsicherheit

Außerdem wird im Falle einer in die Ad-Hoc-Publizität hineingelesenen Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation der Einfluss von Rechtsunsicherheit relevant, da diese Maßnahmen nicht ausdrücklich in Art. 17 Abs. 1 MAR erwähnt sind.<sup>73</sup> So würde der Emittent bei einer Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation weitgehend im Dunkeln tappen, wenn es darum geht, die dafür erforderlichen Verhaltensweisen herauszufinden. Dies zeigt sich bereits an den unterschiedlichen Auffassungen, die zu der Frage existieren, welchen Umfang solche Pflichten im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR haben sollten. Zum einen ist ungeklärt, ob Compliance-Maßnahmen überhaupt ausreichend sind, um die Veröffentlichungspflicht zu erfüllen.<sup>74</sup> Sofern Compliance-Maßnahmen für ausreichend erachtet werden, besteht außerdem Uneinigkeit darüber, welche Verhaltensweisen hierunter zu verstehen sind.<sup>75</sup> Auch den Erläuterungen der European Securities and Markets Authority (ESMA), des Committee of European Securities Regulators (CESR) oder auch der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) können keine Ausführungen dazu entnommen werden, welche Maßnahmen von dem Emittenten im Rahmen einer etwaigen Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation verlangt werden.<sup>76</sup> Daher ist es für den Emittenten unmöglich, die Verhaltensweisen zu identifizieren, zu denen er durch eine solche Pflicht angehalten werden soll. Es ist also zu erwarten, dass der Emittent einen erheblichen Sicherheitszuschlag wählen würde, um im Nachhinein nicht dem Vorwurf ausgesetzt zu sein, er habe die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verletzt. Die hierdurch erhöhten Kosten werden sogar auf eine nächsthöhere Ebene transponiert, weil etwaige Pflichten zur Informationsbeschaffung und -organisation durch risikoaverse natürliche Personen

<sup>73</sup> Allgemein zur Wirkung von Rechtsunsicherheit vgl. § 4 B. I. 5.

<sup>74</sup> Dafür etwa *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89: „Denn es tritt keine Entlastung dadurch ein, dass der Emittent belegt, dass seine Unternehmensorganisation externe definierten Pflichten entspricht, die Information aber trotzdem nicht weitergeleitet wurde“.

<sup>75</sup> Vgl. hierzu bereits § 3 B.: e. A. Organisation solcher Insiderinformationen, die sich innerhalb des Emittenten befinden, a. A. Organisation auch solcher Insiderinformationen, die sich außerhalb des Emittenten befinden, a. A. nur Informationsweiterleitung, a. A. nur Instruktionspflicht.

<sup>76</sup> *Leyens*, ZGR 2020, 256, 258 f.; *Wilsing*, ZGR 2020, 276, 277 f.; jeweils in Bezug auf kursrelevante Compliance-Verstöße. Anders ist dies etwa in Australien, wo die Organisationspflichten konkret ausbuchstabiert und erläutert sind, vgl. hierzu § 6 B. III.

für den Emittenten wahrgenommen werden.<sup>77</sup> Wer für diese Kosten aufkommt, sind letztlich die Anleger, die durch die Ad-Hoc-Publizität gerade geschützt werden sollen: Wegen der Belastung des Emittenten erhalten sie weniger Rendite für ihr Investment.<sup>78</sup>

### 3. Betroffenheit der Anleger

Wenn eine aufsichtsrechtliche Haftung des Emittenten tatsächlich eintritt, sind es ebenfalls die Anleger, die die damit verbundenen Kosten letztlich tragen.<sup>79</sup> Von den aufsichtsrechtlichen Konsequenzen sind sowohl die Altanleger als auch die Neuanleger betroffen. Charakteristisch für die aufsichtsrechtlichen Konsequenzen ist auch, dass noch nicht einmal ein bezifferbarer Schaden entstanden sein muss, um die Haftung des Emittenten auszulösen. Eine Haftung des Emittenten ist dabei umso wahrscheinlicher, je mehr Pflichten dem Emittenten aufgebürdet werden. Daher folgt bereits aus der Existenz verwaltungsrechtlicher Sanktionen und Maßnahmen nach Art. 30 Abs. 2 MAR, dass eine exzessive Ad-Hoc-Publizitätspflicht letztlich nachteilig für alle Anleger ist. Während also der U. S. Court of Appeals<sup>80</sup> und weite Teile des Schrifttums<sup>81</sup> die Nachteile für Anleger im Kontext einer zivilrechtlichen Schadensersatzpflicht erwähnen,<sup>82</sup> spielt dieser Aspekt richtigerweise bei jeder Haftung („any remedy“<sup>83</sup>) eine Rolle. Denn mit jeglichen haftungsrechtlichen Konsequenzen – und damit auch mit den aufsichtsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen nach Art. 30 Abs. 2 MAR – sind Einbußen aufseiten des Emittenten und damit der Anleger verbunden. Daher ist es möglich, dass sich Anleger und folglich Emittenten aus dem Kapitalmarkt zurückziehen, wenn eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation mit dem Rechtsfolgenarsenal des Art. 30 Abs. 2 i. V.m. Art. 17 Abs. 1 MAR verfolgt wird.

---

<sup>77</sup> Vgl. *Hopt*, ZGR 2020, 373, 380 zu Bestrebungen, Rechtsunsicherheit bzgl. der Compliance-Organisation zu beseitigen.

<sup>78</sup> Vgl. § 4 B. III. 4.

<sup>79</sup> Richtigerweise sind dies nicht nur die Altanleger, sondern auch die Neuanleger, da sie das Risiko einpreisen, einmal Altanleger zu werden, vgl. § 4 B. III. 4.

<sup>80</sup> *SEC v Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833, 866 f. (2d Cir. 1968) (Friendly J. concurring).

<sup>81</sup> *Bratton/Wachter*, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 93 ff.; *Coffee*, 106 Col. L. Rev. (2006), 1534, 1556 ff.; *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 32; *J. Koch*, AG 2019, 273, 283; *Langevoort*, 42 Wake Forest L. Rev. (2007), 627, 632 f.: „pocket shifting“; *Lipton*, 92 Wash. U. L. Rev. (2015), 1261, 1265, 1283; *Reuter*, NZG 2019, 321 ff.; *Rose*, 108 Col. L. Rev. (2008), 1301, 1313; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 267 ff.

<sup>82</sup> Vgl. hierzu § 5 C.

<sup>83</sup> *SEC v Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833, 866 f. (2d Cir. 1968) (Friendly J. concurring).

#### 4. Keine wesentlichen Unterschiede bei persönlicher Verantwortung

Schließlich ist auch in Anbetracht der Stimmen, die ein ungeschriebenes Element persönlicher Verantwortung im Rahmen von Verwaltungssanktionen fordern,<sup>84</sup> relativierend festzuhalten, dass wegen der interpretationsoffenen Aussagen des EGMR in Bezug auf Art. 7 EMRK ein signifikanter Spielraum bei der Ausgestaltung der entsprechenden Normen verbleibt.<sup>85</sup> Je weniger ausdrückliche Begrenzungsvorgaben für Sanktionen des Normadressaten auf Rechtsfolgenebene entnommen werden können, desto entscheidender ist es auch hier, bereits auf Ebene des Tatbestands des Art. 17 Abs. 1 MAR die dort adressierten Belange in ein angemessenes Verhältnis zueinander zu setzen. So trägt der Emittent im Falle einer Verschuldenshaftung jedenfalls die Kosten, die zur Erfüllung des geforderten Sorgfaltsmaßstabs aufgewendet werden müssen, und hat auch dann für die Kosten aus der erwarteten Sanktion aufzukommen, wenn er den Sorgfaltsmaßstab nicht einhält. Damit erhöht sich auch bei einer Verschuldenshaftung der Kostenaufwand für den Emittenten, je intensiver die Anforderungen sind, die ihm unter Verweis auf Art. 17 Abs. 1 MAR aufgebürdet würden. Da es sich bei der Informationsbeschaffung und -organisation um Verhaltensweisen handelt, die im Regelungstext nicht ausdrücklich aufgeführt und erläutert sind, hätte ein exzessives Pflichtenprogramm im Falle einer Verschuldenshaftung ähnliche Konsequenzen wie auch bei einer Gefährdungshaftung.

### C. Zivilrechtliche Folgen

#### I. Ausgangspunkt

Während Art. 30 Abs. 2 MAR von verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen spricht, sind zivilrechtliche Konsequenzen bei einem Verstoß gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht im Verordnungstext mit keinem Wort erwähnt.<sup>86</sup> Auch die Erwägungsgründe verhalten sich ausschließlich zu öffentlich-rechtlichen Folgen im weiteren Sinne, indem den Mitgliedstaaten neben den zwingenden verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen freigestellt wird, auch strafrechtliche Sanktionen im Falle von Verordnungsverstößen festzulegen.<sup>87</sup> Insoweit scheint die Grundkonzeption der MAR keinen Anhaltspunkt dafür zu liefern, dass die Mitgliedstaaten auch mit privatrechtlichen Mechanismen auf Verletzungen von Kapitalmarktvorschriften zu reagieren haben.<sup>88</sup> Dementsprechend geben etwa Irland und

---

<sup>84</sup> Satzger, in: Satzger/Schluckebier/Widmeier, StPO, Art. 7 EMRK Rn. 27; Spoerr, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 36.

<sup>85</sup> Schörner, ZJS 2019, 144, 147.

<sup>86</sup> Markworth, ZHR 183 (2019), 46, 49.

<sup>87</sup> Erwägungsgründe Nr. 71 und 72 MAR.

<sup>88</sup> Vgl. Freitag, AG 2014, 647, 653 mit Fn. 28.

Schweden dem geschädigten Anleger keine Schadensersatzklage an die Hand.<sup>89</sup> Andere Mitgliedstaaten sehen dagegen eine Haftung des Emittenten gegenüber den Anlegern vor, die infolge einer unterlassen oder fehlerhaften Veröffentlichung von Insiderinformationen einen Schaden erlitten haben. Sie wenden hierzu entweder allgemeine deliktsrechtliche Grundsätze an, wie etwa Österreich<sup>90</sup> und die Niederlande,<sup>91</sup> oder kreieren spezialgesetzliche Tatbestände der zivilrechtlichen Kapitalmarktinformationshaftung nach etwa deutschem<sup>92</sup> oder portugiesischem<sup>93</sup> Vorbild.

Wegen des Anwendungsvorrangs des Unionsrechts<sup>94</sup> können nationale Schadensersatzregelungen aber nicht als Anknüpfungspunkt dienen, um die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR an zivilrechtlichen Folgen zu orientieren.<sup>95</sup> Bei der Interpretation des Tatbestands des Art. 17 Abs. 1 MAR können zivilrechtliche Folgen nur dann berücksichtigt werden, wenn sich aus dem Unionsrecht selbst ergibt, dass Art. 17 Abs. 1 MAR auf das Verhältnis zwischen Privaten ausstrahlen soll. Daher wird zu erläutern sein, ob der zivilrechtliche Charakter des Art. 17 Abs. 1 MAR unter Verweis auf den vermeintlich abschließenden Katalog aufsichtsrechtlicher Maßnahmen und Sanktionen des Art. 30 Abs. 2 MAR zu verneinen ist oder man trotz fehlender ausdrücklicher Anordnung in der Verordnung zu dem Ergebnis gelangen kann, dass die Ad-Hoc-Publizität implizit eine privatrechtliche Durchsetzung verlangt.<sup>96</sup>

Teilweise wird vertreten, dass es mangels Kompetenz der EU im Bereich des zivilrechtlichen Schadensersatzes für kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten nicht Sache der MAR sei, Aussagen über die zivilrechtliche Haftungsbewehrung zu treffen.<sup>97</sup> Dafür spreche, dass die Festlegung von Rechtsfolgen bei Nichtbefolgung

---

<sup>89</sup> Thomale, Der gesplittete Emittent, S. 103.

<sup>90</sup> Vgl. § 1311 ABGB und dazu OGH, Beschl. v. 15. 3. 2012, Az. 6 Ob 28/12d, bestätigt von OGH, Beschl. v. 24. 1. 2013, Az. 8 Ob 104/12w; OGH, Urteil v. 20. 3. 2015, Az. 9 Ob 26/14k.

<sup>91</sup> Vgl. Art. 6:162–2 i. V. m. Art. 6:163 Burgelijk Wetboek und dazu Timmermann/Lennarts, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 811, 857.

<sup>92</sup> Vgl. §§ 97, 98 WpHG.

<sup>93</sup> Vgl. Art. 251 i. V. m. Art. 243 i. V. m. Art. 149 ff. Código dos Valores Mobiliários.

<sup>94</sup> EuGH, Urt. v. 17. 12. 1970, C-11/70, ECLI:EU:C:1970:114, Rn. 3 – Internationale Handelsgesellschaft, NJW 1971, 343; EuGH, Urt. v. 26. 2. 2013, C-399/11, ECLI:EU:C:2013:107, Rn. 59 ff. – Melloni, NJW 2013, 1215; Ruffert, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 1 AEUV Rn. 19.

<sup>95</sup> So auch Engelhardt, Wissensverschulden, S. 119.

<sup>96</sup> Vgl. § 5 C.

<sup>97</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 309; Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287. Vgl. zur parallelen Diskussion zum Marktmanipulationsverbot Klöhn, in: Kalss/Fleischer/Vogt, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 229, 246 ff.; Schmolke, NZG 2016, 721, 724; Schmolke, AG 2016, 434, 445. Mit Blick auf straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionsnormen des nationalen Rechts vgl. Satzger, Die Europäisierung des Strafrechts, 2001, S. 230 ff. Grundlegend Harnos, ZEuP 2015, 546 ff.



des Unionsrechts grundsätzlich im Ermessen des nationalen Rechtsetzers liege.<sup>98</sup> Insoweit würde man für die Zwecke der Auslegung des unionsweit geltenden Art. 17 MAR Rechtsfolgen unterstellen, die nach der Konzeption des Verordnungsgebers in den Mitgliedstaaten nicht vorhanden sein müssten. Andererseits wird das mitgliedstaatliche Ermessen insoweit durch Art. 4 Abs. 3 EUV begrenzt, als die Mitgliedstaaten verpflichtet sind, alle geeigneten Maßnahmen zu treffen, um die volle Wirksamkeit des Unionsrechts zu gewährleisten.<sup>99</sup> Daher kann eine mitgliedstaatliche Pflicht, eine zivilrechtliche Haftung zu implementieren, selbst dann bestehen, wenn dies unionsrechtlich nicht ausdrücklich vorgesehen ist.<sup>100</sup> Daher ist zu klären, ob der Grundsatz des *effet utile* zum Zwecke einer effektiven Durchsetzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht doch fordert, dass ein Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR eine zivilrechtliche Haftung des Emittenten zur Folge hat, während lediglich ihre Ausgestaltung im Ermessen der Mitgliedstaaten liegt.<sup>101</sup>

## II. Abgrenzung zur nationalen Schutzgesetzthematik

Im Kontext des zivilrechtlichen Charakters der unionalen Ad-Hoc-Publizitätspflicht taucht derweilen die Frage auf, ob Art. 17 Abs. 1 MAR ein Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB ist.<sup>102</sup> Praktisch ist dies wenig bedeutend. So ordnen die §§ 97, 98 WpHG explizit an, dass ein geschädigter Anleger einen Anspruch auf Schadensersatz gegen den Emittenten hat, wenn dieser gegen Art. 17 Abs. 1 MAR verstoßen hat.<sup>103</sup> Im Zusammenhang mit der hier relevanten Frage könnte man aber auf die Idee kommen, dass zivilrechtliche Haftungsfolgen unionsrechtlich vorgegeben wären, wenn Art. 17 Abs. 1 MAR – unabhängig von der Existenz der §§ 97, 98 WpHG – ein Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB darstellen würde.

Hierbei sind jedoch zwei unterschiedliche Problemkreise voneinander abzuschichten: Sollte sich ergeben, dass das Unionsrecht die Mitgliedstaaten dazu zwingt, eine zivilrechtliche Haftung für Verstöße gegen Art. 17 Abs. 1 MAR zu implementieren, wäre das Tatbestandsmerkmal des „Schutzgesetzes“ i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB so auszulegen, dass Art. 17 Abs. 1 MAR als Schutzgesetz anzusehen

<sup>98</sup> EuGH, Urt. v. 18. 2. 1982, C-77/81, ECLI:EU:C:1982:70, Rn. 18 f. – Zuckerfabrik, BeckRS 2004, 73668; *Schill/Krenn*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Recht der EU, Art. 4 EUV Rn. 87.

<sup>99</sup> EuGH, Urt. v. 17. 12. 1970, C-30/70, ECLI:EU:C:1970:117, Rn. 10 – Scheer; EuGH, Urt. v. 15. 1. 2004, C-230/01, ECLI:EU:C:2004:20, Rn. 36 f. – Penycoed.

<sup>100</sup> *Scheuing*, NVwZ 1999, 475, 481; *Jarass/Beljin*, NVwZ 2004, 1, 8.

<sup>101</sup> So *Hellgardt*, AG 2012, 154, 165; *Seibt*, ZHR 177 (2013), 388, 424 ff.; *Veil*, ZGR 2016, 305, 323 f.; tendenziell auch *Wundenberg*, ZGR 2015, 124, 135 f.; zum Marktmanipulationsverbot *Poelzig*, ZGR 2015, 801, 816.

<sup>102</sup> Vgl. etwa *Hellgardt*, AG 2012, 154, 165.

<sup>103</sup> *Schwarzer*, Die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften, S. 104.



ist.<sup>104</sup> Umgekehrt kann aber aus dem etwaigen Umstand, dass die deutsche Rechtsordnung Art. 17 Abs. 1 MAR als Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB ansieht, nicht hergeleitet werden, dass das Unionsrecht eine zivilrechtliche Haftung bei Verstößen gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht fordert. Denn Ausgangspunkt dafür, was als Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB angesehen wird, sind nationale Vorgaben, anhand derer zu beurteilen ist, ob Art. 17 MAR ein Schutzgesetz ist oder nicht. So bestimmen ausschließlich der nationale Gesetzgeber und die seine Vorgaben ausfüllenden nationalen Gerichte die Voraussetzungen, die erfüllt sein müssen, damit eine Regelung ein Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB darstellt.<sup>105</sup>

Davon unabhängig ist aber die Frage, ob das Unionsrecht selbst eine zivilrechtliche Durchsetzung fordert.<sup>106</sup> Denn allein der Umstand, dass ein Mitgliedstaat eine zivilrechtliche Haftung einführt, indem er eine unionale Vorschrift als Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB einstuft, sagt noch nichts darüber aus, ob der Unionsgesetzgeber eine solche für zwingend erachtet.<sup>107</sup> Dass ein Mitgliedstaat einen Schadensersatzanspruch vorsieht, mag nämlich schlicht auf einer eigeninitiativ veranlassten überschießenden Umsetzung beruhen, ohne dass dies unionsrechtlich geboten wäre. Daher können der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR nicht deshalb zivilrechtliche Implikationen zugeschrieben werden, weil nationale Rechtsordnungen einen Schadensersatzanspruch gewähren, wenn ein Emittent gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstößt.

### III. Funktionale Subjektivierung

Auch unterscheidet sich die deutsche Schutzgesetzdogmatik von den Anforderungen, die das Unionsrecht aufstellt, um dem Einzelnen das Recht zu verleihen, bestimmte Regelungen durchzusetzen. Nach dem deutschen Recht wird als Schutzgesetz jede Rechtsnorm angesehen, die entsprechend ihrem Zweck dazu dient, neben dem Schutz von Interessen der Allgemeinheit zumindest auch den Einzelnen oder einzelne Personenkreise gegen die Verletzung eines bestimmten Rechtsguts zu schützen.<sup>108</sup> Hingegen stellt das Unionsrecht auf den Gedanken der sog. funktionalen Subjektivierung ab.<sup>109</sup> Hiernach wird dem einzelnen Unionsbürger deshalb das Recht verliehen, unionsrechtliche Garantien klageweise durchzusetzen,

<sup>104</sup> Vgl. *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 540.

<sup>105</sup> *Thomale*, ZGR 2020, 332, 334; eingehend *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 52 ff.

<sup>106</sup> *Wagner*, AcP 206 (2006), 352, 416 f.

<sup>107</sup> So auch *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 59: „All dies lässt einen Einsatz der Schutznormtheorie im europäischen Kontext wenig sinnvoll erscheinen, denn es ist keinesfalls gesagt, dass der europäische Gesetzgeber den restriktiven Ansatz des deutschen Gesetzgebers teilt“.

<sup>108</sup> BGHZ 197, 227 m. w. N.; *Teichmann*, in: Jauernig, BGB, § 823 Rn. 44.

<sup>109</sup> Vgl. zum Begriff *Ruffert*, Subjektive Rechte, S. 220 ff.; *Schoch*, NVwZ 1999, 457, 463 ff. S. auch *Hong*, JZ 2012, 380, 381.

weil der Unionsbürger neben den Behörden als weiteres Instrument begriffen wird, den europarechtlichen Vorschriften zur Geltung zu verhelfen.<sup>110</sup> Im Unionsrecht geht es also weniger darum, ob eine Vorschrift Individualschutz bezweckt, sondern darum, ob eine private Rechtsdurchsetzung den unionalen Rechtsraum verwirklicht.<sup>111</sup>

Außerdem ist zu beachten, dass die zivile Rechtsverfolgung nur einen Teilausschnitt der Möglichkeiten abbildet, die unter dem Stichwort der funktionalen Subjektivierung unternommen werden können.<sup>112</sup> Daher kann aus einer funktionalen Subjektivierung nicht gleich auf eine zwingende zivilrechtliche Haftungsdurchsetzung geschlossen werden. Denn der ursprüngliche Gedanke der funktionalen Subjektivierung liegt in der individuellen Rechtsverfolgung auf dem Klageweg des öffentlichen Rechts.<sup>113</sup> So begründen etwa die Grundfreiheiten nach dem AEUV individuelle Rechte des Einzelnen, die von den staatlichen Gerichten zu beachten sind.<sup>114</sup> Dabei beschreibt die funktionale Subjektivierung den Vorgang, dass der einzelne „Marktbürger“ mit der Durchsetzung „seiner“ Grundfreiheit im konkreten Einzelfall zugleich im Allgemeininteresse das Anliegen des Binnenmarkts durchsetzt.<sup>115</sup> Grundfreiheiten der Unionsbürger werden aber gerade nicht auf privatrechtlichem, sondern auf öffentlich-rechtlichem Wege verwirklicht, indem dem Betroffenen – gestützt auf die individuelle Stoßrichtung der Grundfreiheiten – die entsprechende Klagebefugnis verliehen wird.

Daher können die Aussagen der MAR, die dafür herangezogen werden, um eine unionsrechtliche Forderung nach einer privaten Rechtsdurchsetzung zu belegen,<sup>116</sup> auch so gedeutet werden, dass dem einzelnen Anleger ein subjektiv-öffentliches

<sup>110</sup> Sauer, JuS 2017, 310, 311.

<sup>111</sup> Mörsdorf, RabelsZ 83 (2019), 797, 808 f.

<sup>112</sup> Im Hinblick auf die deutsche Deliktshaftung nach § 823 Abs. 2 BGB wird dies teilweise sogar gänzlich verneint, vgl. Markworth, ZHR 183 (2019), 46, 61 f.: „Insbesondere die Schutznormtheorie lässt einen Einsatz des § 823 Abs. 2 BGB zur „funktionalen Subjektivierung“ oder „Instrumentalisierung“ des privaten Schadensersatzgläubigers – wie es im öffentlichen Recht heißt – undenkbar erscheinen“. Poelzig, Normdurchsetzung, S. 273 f.

<sup>113</sup> Ebers, Rechte, Rechtsbehelfe und Sanktionen, 2016, S. 104 ff.; Harnos, ZEuP 2015, 546, 560 f.; Mörsdorf, RabelsZ 83 (2019), 797, 800 f.

<sup>114</sup> EuGH, Urt. v. 5. 2. 1963, C-26/62, ECLI:EU:C:1963:1 – Van Gend en Loos, NJW 1963, 974 m. Anm. Ehle.

<sup>115</sup> EuGH, Urt. v. 5. 2. 1963, C-26/62, ECLI:EU:C:1963:1 – Van Gend en Loos, NJW 1963, 974, 976 m. Anm. Ehle; Sauer, JuS 2017, 310, 311.

<sup>116</sup> Vgl. hierzu etwa Hellgardt, AG 2012, 154, 165: „Gemäß Erwägungsgrund 23 zur geplanten Marktmissbrauchsverordnung soll das Verbot der informationsbasierten Marktmanipulation die Anleger davor schützen, Anlageentscheidungen auf unrichtige oder verzerrte Informationen zu stützen. Legt man diese Schutzrichtung zugrunde, sind all diejenigen Anleger betroffen, die nach Veröffentlichung der Fehlinformation Transaktionen in dem betreffenden Finanzinstrument tätigen“. Vgl. auch Markworth, ZHR 183 (2019), 46, 57.

Recht zustehen soll.<sup>117</sup> Konkret könnte dieses so ausgestaltet sein, dass die in Art. 30 Abs. 2 MAR adressierte nationale Behörde nicht nur nach eigenem Ermessen Verstöße gegen die Vorgaben der MAR ahnden soll, sondern dem einzelnen Anleger zudem kraft der drittschützenden Wirkung der Verordnungsvorschriften ein individueller und auf öffentlich-rechtlichem Wege durchsetzbarer Anspruch verliehen wird, der auf ein aktives Tätigwerden der Behörde gerichtet ist. Vor dem Hintergrund des *effet utile* ließe sich sogar erwägen, ob dieser Anspruch unter Ausschluss des verwaltungsrechtlichen Opportunitätsprinzips eine gebundene Entscheidung der Behörde forciert, gegen das Zuwiderhandeln von Marktakteuren einzuschreiten. Dass dem Betroffenen durch eine individuelle Schutzrichtung der MAR auch ein zivilrechtlich einklagbarer Schadensersatzanspruch erwächst, ist damit aber noch nicht gesagt.

#### IV. EuGH-Rechtsprechung in *Courage* und *Muñoz*

Ausschlaggebend ist nicht nur, ob die infrage kommende Vorschrift eine funktionale Subjektivierung fordert, sondern auch, aus welchen Gründen diese einzig dadurch erreicht werden kann, dass ein Schadensausgleich unter Privaten neben die Möglichkeit aufsichtsrechtlicher Maßnahmen tritt. Die Schadensersatzpflicht muss also „unerlässlich“<sup>118</sup> sein.<sup>119</sup>

Wegweisend ist in diesem Zusammenhang das EuGH-Urteil in Sachen *Courage*, in dem das Gericht aus dem primärrechtlich verankerten Kartellverbot in Verbindung mit dem Grundsatz des *effet utile* ableitete, dass die Kartellanten einem zivilrechtlichen Schadensersatzanspruch ausgesetzt sind, obwohl ein solcher unionsrechtlich nicht ausdrücklich vorgegeben war.<sup>120</sup> So seien die volle Wirksamkeit des Art. 85 EG (jetzt Art. 101 AEUV) und insbesondere die praktische Wirksamkeit des darin ausgesprochenen Verbots beeinträchtigt, wenn nicht jedermann Ersatz des Schadens verlangen könnte, der ihm durch einen Vertrag, der den Wettbewerb beschränken

---

<sup>117</sup> Vgl. etwa BGH NZG 2013, 1226, Rn. 31 bzgl. der Finanzmarktrichtlinie: „Der Vereinigung eines zivilrechtlichen Individualschutzes in Form eines Schadensersatzanspruchs steht nicht entgegen, dass die Finanzmarktrichtlinie neben dem Hauptziel, ein reibungsloses Funktionieren der Wertpapiermärkte zu gewährleisten (Erwägungsgrund 44), auch den Anlegerschutz bezweckt [...]. Das Ziel des Anlegerschutzes kann auch – und zwar ausschließlich – durch öffentlich-rechtliche Normen verfolgt werden“. Vgl. auch BVerwG BKR 2011, 208, Rn. 17 ff.

<sup>118</sup> EuGH, Urt. v. 1.6.1999, C-126/97, ECLI:EU:C:1999:269, Rn. 36 – *Eco Swiss*, EuZW 1999, 565 m. Anm. *Spiegel*.

<sup>119</sup> So auch *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 62: „Denn der Begründungsansatz, den der EuGH für die Gewährung subjektiver Rechte wählt, unterscheidet sich grundlegend vom Ansatz der Schutznormtheorie“.

<sup>120</sup> EuGH, Urt. v. 20.9.2001, C-453/99, ECLI:EU:C:2001:465 – *Courage*, EuR 2002, 216.

oder verfälschen könne, oder durch ein entsprechendes Verhalten entstanden sei.<sup>121</sup> Damit fordert der Gerichtshof eine funktionale Subjektivierung gerade auf privatrechtlicher Ebene, da ein Schadensersatzanspruch die Durchsetzungskraft der gemeinschaftlichen Wettbewerbsregeln erhöht und geeignet ist, von – oft verschleierte – Vereinbarungen oder Verhaltensweisen abzuhalten, die den Wettbewerb beschränken oder verfälschen können.

Ein subjektives Recht des Einzelnen in Form einer öffentlich-rechtlichen Klagebefugnis wäre nämlich im Falle von Kartellen nicht ausreichend, um einem Verstoß gegen Art. 101 AEUV wirksam vorzubeugen. Das entsprechende Fehlverhalten kommt regelmäßig erst nach vielen Jahren oder gar Jahrzehnten ans Licht, das heißt wenn die individuellen Schadenspositionen schon längst entstanden sind. Können die Betroffenen ein etwaig subjektives Recht erst wahrnehmen, wenn sie von einem kartellrechtswidrigen Verhalten erfahren, entfaltet der öffentlich-rechtliche Weg keine hinreichend präventive Wirkung gegenüber den Kartellanten. Ähnlich verhält es sich, wenn ein Unternehmen insiderrelevante Informationen entgegen Art. 17 Abs. 1 MAR für sich behält. Bei der Veröffentlichungspflicht geht es nämlich weniger darum, dass eine Insiderinformation überhaupt bekannt gemacht wird, sondern vielmehr um den maßgeblichen Zeitpunkt, in dem sie gegebenenfalls hätte früher an die Öffentlichkeit herangetragen würden müssen. Deshalb ist der Schaden auch in solchen Konstellationen bereits entstanden, wenn es darum geht, Rechtsfolgen gegenüber dem Emittenten herzuleiten. Daher trägt ein Schadensersatzanspruch von Anlegern gegen den Emittenten dazu bei, Verstößen gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht präventiv entgegenzuwirken.<sup>122</sup>

Dem steht insbesondere nicht entgegen, dass die MAR über den Umstand hinaus, dass sie privatrechtliche Folgen unausgesprochen lässt, vielmehr noch ausdrücklich nur aufsichtsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen spezifiziert.<sup>123</sup> Denn die Vorschriften der MAR bilden lediglich Mindestvorgaben zur Durchsetzung des Unionsrechts,<sup>124</sup> weswegen aus diesen Regelungen nicht darauf geschlossen werden kann, dass der Verordnungsgeber zivilrechtliche Haftungsfolgen von vornherein ausklammern wollte.<sup>125</sup> So leitete der EuGH in *Courage* selbst dort eine zwingende privatrechtliche Haftung der Kartellanten her, wo an Art. 85 EG (jetzt Art. 101

<sup>121</sup> EuGH, Urt. v. 20.9.2001, C-453/99, ECLI:EU:C:2001:465, Rn. 26 – *Courage*, EuR 2002, 216.

<sup>122</sup> Vgl. auch *Markwort*, ZHR 183 (2019), 46, 65: „Dafür, dass der EuGH künftig auf einen Gleichlauf von Kartellrecht und Marktmissbrauchsrecht in diesem Punkt hinwirken wird, spricht zunächst, dass sich beide Rechtsgebiete in ihren Regelungszielen und -konflikten sehr stark ähneln“.

<sup>123</sup> So aber *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 576.

<sup>124</sup> Vgl. Art. 23 Abs. 2, 30 Abs. 1 MAR: „zumindest“; Erwägungsgrund Nr. 71 MAR. Vgl. auch *Kiesewetter/Parmenier*, BB 2013, 2371, 2377; v. *Buttlar*, BB 2014, 451, 453; allgemein *Veil/Koch*, WM 2011, 2297, 2298.

<sup>125</sup> *Poelzig*, ZGR 2015, 801, 813 f. Anders ist dies etwa im Falle der Finanzmarktrichtlinie, in der aufsichtsrechtliche Sanktionen abschließend sind, vgl. BGH NZG 2013, 1226, Rn. 30; *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 275 f.

AEUV) ausschließlich aufsichtsbehördliche Durchsetzungsregelungen nach VO 19/62 (jetzt VO 1/2003) anknüpfen. Damit gibt der Gerichtshof zu verstehen, dass die Beurteilung, ob eine Unionsvorschrift mit einem zivilrechtlichen Schadensersatzanspruch zu versehen ist, nicht von den Vorgaben des betrachteten Regelungsregimes abhängt, sondern dem übergeordneten Grundsatz des *effet utile* zu entnehmen ist.<sup>126</sup> Daher sagt einzig Art. 4 Abs. 3 EUV und nicht das in Art. 30 MAR ausgeschriebene Regelungsregime etwas darüber aus, ob Art. 17 MAR eine privatrechtliche Durchsetzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht fordert oder nicht. Dementsprechend erläuterte der EuGH in Sachen *Genil* im Zusammenhang mit der Finanzmarktrichtlinie, dass die Mitgliedstaaten bei Fehlen einer unionsrechtlichen Regelung zwar selbst bestimmen, ob und welche zivilrechtlichen Folgen sie vorsehen, dabei aber die Grundsätze der Äquivalenz und der Effektivität gem. Art. 4 Abs. 3 EUV zu beachten haben.<sup>127</sup> Im Umkehrschluss kann sich insbesondere aus der letztgenannten Vorgabe des *effet utile* eine zwingende zivilrechtliche Haftungsfolge ergeben.<sup>128</sup>

Wie der EuGH in *Courage* ausführt, soll es dafür maßgeblich sein, ob es sich bei dem Normbefehl, an den für die Zwecke einer Haftung angeknüpft wird, um eine „grundlegende Bestimmung“ handelt, die „für die Erfüllung der Aufgaben der Gemeinschaft und insbesondere für das Funktionieren des Binnenmarktes unerlässlich ist“.<sup>129</sup> Damit gibt der Gerichtshof zu verstehen, dass eine ungeschriebene Forderung nach einer zivilrechtlichen Haftungsdurchsetzung nur bei Unionsvorschriften mit einem vergleichbar hohen Stellenwert infrage kommt.<sup>130</sup> Lag der *Courage*-Entscheidung das im EU-Primärrecht verankerte Kartellverbot zugrunde, drängt sich die Frage auf, ob eine „grundlegende Bestimmung“ auch in einer sekundärrechtlichen Verordnungsvorschrift wie Art. 17 MAR erblickt werden kann.<sup>131</sup>

In diesem Zusammenhang kommt es darauf an, unter welchem Gesichtspunkt der Bedeutungsgehalt einer Regelung nach den Vorstellungen des EuGH zu beurteilen ist. Macht man das Gewicht einer Vorschrift anhand ihrer normhierarchischen Stellung fest, käme es darauf an, ob die Verordnung eine unionsrechtliche Hand-

<sup>126</sup> So auch *Klöhn*, in: Kalss/Fleischer/Vogt, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, S. 229, 236; *Poelzig*, ZGR 2015, 801, 814.

<sup>127</sup> EuGH, Urt. v. 30. 5. 2013, C-604/11, ECLI:EU:C:2013:344, Rn. 57 – *Genil*, NZG 2013, 786. S. auch EuGH, Urt. v. 23. 11. 2006, C-315/05, ECLI:EU:C:2006:736, Rn. 58 – *Lidl Italia*, BeckRS 2006, 70912.

<sup>128</sup> A. A. *Breuer*, Wissen, S. 95; *Mörsdorf*, RabelsZ 83 (2019), 797, 834 f. unter Verweis auf EuGH, Urt. v. 19. 12. 2013, C-174/12, ECLI:EU:C:2013:856, Rn. 40 f. – *Hirrmann*, ZIP 2014, 121, wo aber ebenfalls der Effektivitätsgrundsatz als Schranke des mitgliedstaatlichen Ermessens aufgestellt wird.

<sup>129</sup> EuGH, Urt. v. 20. 9. 2001, C-453/99, ECLI:EU:C:2001:465, Rn. 20 – *Courage*, EuR 2002, 216 unter Verweis auf EuGH, Urt. v. 1. 6. 1999, C-126/97, ECLI:EU:C:1999:269, Rn. 36 – *Eco Swiss*, EuZW 1999, 565 m. Anm. *Spiegel*.

<sup>130</sup> *Leczykiewicz*, 12 Cambridge Y. B. Eur. Legal Stud. (2010), 257, 262; *Tountopoulos*, ECFR 2014, 297, 314; *Weyer*, ZEuP 2003, 318, 335.

<sup>131</sup> Vgl. etwa *Mörsdorf*, RabelsZ 83 (2019), 797, 814 f. der die Lückenfüllungsfunktion des EuGH gerade bei primärrechtlichen, nicht aber bei sekundärrechtlichen Normen annimmt.

lungsform ist, der eine hinreichende Bedeutung zukommt, um aus ihr eine funktionale Subjektivierung mit privatrechtlichem Einschlag herzuleiten. Einem solchen institutionellen Verständnis einer „grundlegenden Bestimmung“ steht jedoch der vom EuGH vorgegebene Bezugspunkt entgegen, der in den „Aufgaben der Gemeinschaft“ und dem „Funktionieren des Binnenmarkts“ liegt.<sup>132</sup> Daher ergibt sich die Bedeutung einer Vorschrift für diese Zwecke vielmehr aus einer funktionalen Betrachtung, die statt auf die einkleidende Rechtsform darauf abstellt, ob ihr materieller Inhalt ein solches Maß erreicht, dass es sich um eine „grundlegende Bestimmung“ handelt. Damit einhergehend hat der EuGH in *Muñoz* die Forderung nach einer Schadensersatzpflicht auch für eine EU-Verordnung bejaht.<sup>133</sup> Dies ist nur konsequent, als die Funktionsweise des Binnenmarkts nicht davon abhängt, wie eine Vorschrift normhierarchisch geordnet ist, sondern welche tatsächliche Steuerungswirkung sie in dem ihr unterworfenen Regelungsbereich haben soll.

### V. Art. 17 MAR als „grundlegende Bestimmung“

Ob es sich bei Art. 17 MAR um eine „grundlegende Bestimmung“ i. S. d. Entscheidungen *Courage* und *Muñoz* handelt, hängt davon ab, ob der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 MAR materiell hinreichende Bedeutung für den Binnenmarkt zukommt. Dies kann sich aus den Zielvorstellungen ergeben, die Art. 1 MAR zugrunde liegen. Danach wird mit der MAR ein gemeinsamer Rechtsrahmen für Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) sowie für Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch geschaffen, um die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken.

Dabei darf nicht übersehen werden, dass es nicht nur die Marktmissbrauchstatbestände sind, die die Integrität der unionalen Finanzmärkte sowie den Schutz und das Vertrauen der Anleger stärken sollen. Denn gerade die Veröffentlichung von Insiderinformationen nimmt den Marktmissbrauch aus einem anderen als dem „Verbotswinkel“ unter Beschuss: Indem man dem Emittenten Publizitätspflichten auferlegt, entzieht man den Missbrauchssachverhalten das tatbestandliche Handlungsobjekt der Insiderinformation. Denn eine solche kann ab ihrem Veröffentlichungszeitpunkt nicht mehr dazu eingesetzt werden, um unwissende Anleger zu übervorteilen. Dies ist sogar in der praktischen Handhabung der Missbrauchstatbestände eine sinnvolle Methode, um Kosten zu sparen, die infolge der Rechts-

<sup>132</sup> EuGH, Urt. v. 20.9.2001, C-453/99, ECLI:EU:C:2001:465, Rn. 20 – *Courage*, EuR 2002, 216.

<sup>133</sup> EuGH, Urt. v. 17.9.2002, C-253/00, ECLI:EU:C:2002:497, Rn. 30 – *Muñoz*, BeckRS 2004, 75459.

durchsetzung entstehen:<sup>134</sup> Wird eine Insiderinformation durch den Emittenten veröffentlicht, fehlt sämtlichen Akteuren nicht nur der Anreiz, sondern bereits die Möglichkeit, gegen Insidervorschriften zu verstoßen. Daher wird ihr Verhalten nicht erst dadurch gesteuert, dass Verbotsvorschriften kostenintensiv durchgesetzt werden, sondern bereits dadurch, dass ihnen Handlungsmöglichkeiten genommen werden.<sup>135</sup>

Dass die von der MAR anberaumten Ziele nur unter Hinzunahme von Publizitätspflichten erreicht werden können, findet nicht nur in Erwägungsgrund Nr. 2 MAR seinen Niederschlag, der von einem „transparenten“ Kapitalmarkt spricht. Vielmehr wird die Unerlässlichkeit der Ad-Hoc-Publizität durch Erwägungsgrund Nr. 49 MAR bestätigt, der die Veröffentlichung von Insiderinformationen zu einem Mittel dafür erhebt, die in Art. 1 MAR aufgegriffenen Ziele zu erreichen.<sup>136</sup> In diesem Zusammenhang erwähnt Erwägungsgrund Nr. 49 MAR sogar, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht „wesentliche Bedeutung“ hat, um genau die Ziele zu erreichen, die Art. 1 MAR unter dem Dach eines „gemeinsamen Rechtsrahmens“ zusammenführen will. Indem die MAR die „wesentliche Bedeutung“ der Ad-Hoc-Publizität ausdrücklich anerkennt, vermittelt sie sogar den Eindruck, als wolle sie an die Rechtsprechung in *Courage* und *Muñoz* anknüpfen und damit aussprechen, dass privatrechtliche Schadensersatzfolgen zwingend sind.

Dem steht insbesondere nicht entgegen, den Anlegerschutz einerseits als Marktvertrauensschutz zu interpretieren,<sup>137</sup> andererseits aber privatrechtliche Mechanismen zu bevorzugen, mit denen der einzelne Anleger einen individuellen Verlust ausgleichen kann.<sup>138</sup> So führen individuelle Verluste zwar kurzfristig nur zu Umverteilungsschäden, die einem effizienten Kapitalmarkt nicht entgegenstehen. Jedoch sind individuelle Verluste insoweit erheblich, wie sie langfristig dazu führen, dass Anleger das Vertrauen in den Kapitalmarkt verlieren. Während es also nicht geboten ist, alle Umverteilungsschäden zu ersetzen, ist doch zu fordern, dass Umverteilungsschäden insoweit ersetzt werden, wie hierdurch das Vertrauen in den Kapitalmarkt sichergestellt wird. Dies wird erreicht, wenn der Tatbestand der Ad-Hoc-Publizitätspflicht restriktiv ausgelegt wird, der Emittent gleichzeitig aber einer Schadensersatzhaftung ausgesetzt ist, wenn er diese strikten Vorgaben nicht erfüllt. Daher schließen sich Marktvertrauensschutz und die Ersetzbarkeit individueller Verluste nicht aus, sondern ergänzen sich sogar.<sup>139</sup>

<sup>134</sup> Allgemein zu solchen sog. tertiären Kosten vgl. *Calabresi*, The Costs of Accidents, S. 28.

<sup>135</sup> Vgl. auch *Maume*, ZHR 180 (2016), 358, 363 f.

<sup>136</sup> Zur verhaltenssteuernden Funktion einer Kapitalmarkthaftung vgl. *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 198; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 25.

<sup>137</sup> Vgl. hierzu § 4 B. II.

<sup>138</sup> Vgl. hierzu *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 54 f.

<sup>139</sup> Die von *Schmolke*, NZG 2016, 721, 728 angeführte Gefahr der Überabschreckung ist also auf Tatbestandsebene zu lösen, nicht aber bei den Rechtsfolgen. Vgl. dazu auch *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 267 speziell zur Kapitalmarktinformationshaftung.



Dies wird vor allem deutlich, wenn man sich vor Augen führt, dass die zivilrechtliche Haftung des Emittenten nicht aus der Individualbegünstigung der einzelnen Anleger, sondern aus der funktionalen Subjektivierung hergeleitet wird: Schutzgut des Art. 17 MAR ist das Vertrauen der Gesamtheit der Anleger in das Funktionieren der Kapitalmärkte. Ebendieses Vertrauen wird dadurch erreicht, dass ein Emittent, der gegen Art. 17 MAR verstößt, nicht nur aufsichtsrechtlichen Konsequenzen, sondern auch privatrechtlichen Klagen einzelner Anleger ausgesetzt ist.<sup>140</sup> Indem die Anleger nämlich selbst als „Hüter“ des Art. 17 MAR auftreten und hierfür im Wege eines Schadensausgleichs obendrein „belohnt“ werden, werden sie in den unionrechtlichen Rechtsverfolgungsapparat miteingebunden. Dies befähigt sie dazu, ihr eigenes Vertrauen wiederherzustellen oder zu erhalten, und zwar ohne darauf angewiesen zu sein, dass die Aufsichtsbehörden gegen den Emittenten vorgehen. Der Marktvertrauensschutz zugunsten der Anleger ist demnach so eng mit dem Interesse des einzelnen Anlegers verknüpft, dass eine hinreichende Durchsetzung nur möglich ist, wenn auch privatrechtliche Mechanismen zur Verfügung stehen.

## VI. Sekundärrechtliche Gesetzgebungsbestrebungen nach *Muñoz* und *Courage*

Mit einem Verweis auf die Rechtsprechung des EuGH in Sachen *Muñoz* und *Courage* aus den Jahren 2001 und 2002 ist noch nicht das letzte Wort darüber gesprochen ist, ob der europäische Gesetzgeber mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 MAR eine zivilrechtliche Haftung verbindet. So ist im Zuge der zunehmenden sekundärrechtlichen Harmonisierung im Bereich des Kapitalmarktrechts stets zu würdigen, dass es Vorschriften wie etwa Art. 35a Rating-VO, Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO und Art. 6 Prospekt-RL gibt, die eine zivilrechtliche Haftung des Normadressaten explizit regeln. Vor diesem Hintergrund ist der Wille des Verordnungsgebers zu evaluieren, ob er tatsächlich eine Schadensersatzhaftung im Falle des Art. 17 MAR fordert, wenn er hierfür doch nur aufsichtsrechtliche Konsequenzen im Bewusstsein vorsieht, dass er auch zivilrechtliche Folgen hätte regeln können.<sup>141</sup>

Methodisch handelt es sich bei diesem Argumentationsstrang um einen Umkehrschluss. Aus explizit geregelten aufsichtsrechtlichen Konsequenzen in der MAR wird darauf geschlossen, dass der Gesetzgeber auch zivilrechtliche Haftungsfolgen geregelt hätte, wie dies im Falle der Art. 35a Rating-VO, Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO und Art. 6 Prospekt-RL geschehen ist.<sup>142</sup> Eine solche Herleitung ist aber nicht zwingend. Es ließe sich nämlich auch annehmen, dass die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften der Art. 35a Rating-VO, Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO und Art. 6 Prospekt-

<sup>140</sup> Aufschlussreich *Brellochs*, Publizität und Haftung, S. 16 ff.

<sup>141</sup> Vgl. auch *Mörsdorf*, *RabelsZ* 83 (2019), 797, 815, 833; *Schmolke*, *NZG* 2016, 721, 722 f.

<sup>142</sup> *Breuer*, *Wissen*, S. 96.



RL den verallgemeinerungsfähigen Gedanken ausdrücken, dass eine zivilrechtliche Durchsetzung im Kapitalmarktrecht gerade erwünscht ist. Aber auch diese Verallgemeinerung ist genauso wenig zwingend wie der Umkehrschluss.<sup>143</sup>

Vielmehr kommt es darauf an, auf welchen Erwägungen die beiden sich gegenüberstehenden Argumentationsrichtungen beruhen. Der Umkehrschluss geht davon aus, dass es sich bei dem unionalen Kapitalmarktrecht um eine vollständige Kodifikation handelt. Denn ohne diesen Vollständigkeitsanspruch würde es an einem *tertium non datur* fehlen, was den Umkehrschluss zu einer unvollständigen und damit nicht tragfähigen Erwägung werden lässt.<sup>144</sup> Während man noch annehmen kann, dass eine einzige Verordnung für sich genommen einen bestimmten Regelungsbe- reich vollständig abzudecken sucht, kann dieser Gesichtspunkt nicht verordnungs- übergreifend in Ansatz gebracht werden. Denn jede Verordnung regelt nur einen bestimmten Teilbereich des Kapitalmarktrechts, ohne dass der Anspruch erhoben werden könnte, dass eine Gesamtheit von Verordnungen das gesamte Kapital- marktrecht abdeckt. Dies wäre aber zu fordern, wenn Umkehrschlüsse verord- nungsübergreifend konstruiert werden.

Hingegen lässt sich ein verallgemeinerungsfähiger Gedanke der Art. 35a Rating- VO, Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO und Art. 6 Prospekt-RL vor dem Hintergrund der funktionalen Subjektivierung herleiten. So liegt die Privatisierung der Normdurch- setzung im Unionsrecht darin begründet, dass auf europäischer Ebene häufig zentrale Aufsichtsbehörden fehlen, die Verstöße hinreichend ahnden könnten.<sup>145</sup> Bei der funktionalen Subjektivierung handelt es sich also um ein unionsrechtliches Struk- turprinzip, wonach der einzelne Unionsbürger die Kontrolle über die Einhaltung des Unionsrechts übernimmt, weil die Unionsorgane – insbesondere die Kommission – hierfür nicht über die ausreichenden Kapazitäten verfügen.<sup>146</sup> Wird die zwingende Schadensersatzhaftung des Normadressaten gerade auf diese Erwägung gestützt, ist nicht ersichtlich, warum der Verwaltungsunterbau im Falle des Art. 17 MAR besser dafür geeignet sein sollte, um Verstöße zu ahnden, als im Falle der Art. 35a Rating- VO, Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO und Art. 6 Prospekt-RL.<sup>147</sup> Gerade weil ein Verstoß gegen Art. 17 MAR immer dann infrage kommt, wenn eine Insiderinformation vorliegt, die auch in bloßen Zwischenschritten bestehen kann, verlangt die Ad-Hoc- Publizitätspflicht sogar, dass intensiver darüber gewacht wird, ob sich Verstöße

---

<sup>143</sup> Vgl. hierzu *Puppe*, Die kleine Schule, S. 193 ff. So hielt *Kelsen* etwa sowohl Um- kehrschlüsse als auch Verallgemeinerungen für unbrauchbar, da man hieraus aus demselben Gesetz korrekt zwei Konsequenzen ableiten könne, die einander widersprechen würden, *Kel- sen*, Reine Rechtslehre, S. 350.

<sup>144</sup> *Schmidt-Kessel*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. (Altaufl.), 2015, § 17 Rn. 34.

<sup>145</sup> *Poelzig*, Normdurchsetzung durch Privatrecht, S. 273.

<sup>146</sup> *Masing*, Die Mobilisierung des Bürgers, S. 50.

<sup>147</sup> Vgl. auch *Brinkmann/Richter*, AG 2021, 489 Rn. 54, 58.

ereignen. Hierfür ist der einzelne Anleger bereits dadurch sensibilisiert, dass er Kursgewinne und -verluste unmittelbar wahrnimmt.<sup>148</sup>

Vor diesem Hintergrund belegen Art. 35a Rating-VO, Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO und Art. 6 Prospekt-RL, dass lediglich die Ausgestaltung der ansonsten zwingenden zivilrechtlichen Haftung im Ermessen der Mitgliedstaaten liegt.<sup>149</sup> So regelt Art. 35a Abs. 1 Rating-VO etwa eine Schadensersatzhaftung, die Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit der Ratingagentur voraussetzt. Daher kann der nationale Gesetzgeber etwa keine Gefährdungshaftung und auch kein vermutetes Verschulden einführen. Dagegen ist Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO weiter formuliert, indem er nur den Schadensersatz als zwingend erachtet, jedoch keine zwingende Verschuldensform vorgibt. Noch weniger Vorgaben lassen sich Art. 6 Prospekt-RL entnehmen, der lediglich von einer Haftung und nicht einmal von einem Anspruch auf Schadensersatz spricht. Daher bezieht sich die in diesen Vorschriften ausdrücklich vorgesehene privatrechtliche Haftung lediglich auf ihre konkrete Ausgestaltung. Hieraus kann aber nicht darauf geschlossen werden, dass der Gesetzgeber eine zivilrechtliche Haftung in anderen Bereichen nicht als zwingend erachtet. Schließlich belegen Art. 35a Rating-VO, Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO und Art. 6 Prospekt-RL, dass der Unionsgesetzgeber seine Kompetenzen nicht überschreitet, wenn er zivilrechtliche Ansprüche vorsieht.<sup>150</sup>

## VII. Folgerungen für die Tatbestandsseite

### 1. Erhöhte Haftungsrisiken für Emittenten

Aus dem Grundsatz des *effet utile* folgt, dass die Bestimmung des Art. 17 Abs. 1 MAR nach dem Willen des unionalen Gesetzgebers auch zivilrechtliche Haftungsfolgen nach sich zieht. Konsequenterweise sind die möglichen monetären Einbußen des Emittenten nicht durch die von Art. 30 Abs. 2 lit. j MAR vorgegebene Bußgeldhaftung gedeckelt, sondern können ein unbegrenztes Ausmaß in Milliardenhöhe annehmen. Dabei hängt der Umfang der zivilrechtlichen Haftung einzig davon ab, wie viele Anleger infolge einer einzigen Transaktion individuelle Nachteile erlitten haben. Insbesondere sind die Modalitäten einer zivilrechtlichen Schadensersatzhaftung nicht unionsrechtlich determiniert. Daher liegt ihre genaue Ausgestaltung, etwa als Verschuldenshaftung (*negligence*) oder auch als Gefährdungshaftung (*strict liability*), im Ermessen der Mitgliedstaaten.<sup>151</sup> So hat etwa der deutsche Gesetzgeber den Mittelweg zwischen einer reinen Verschuldenshaftung

<sup>148</sup> Gegen eine Übertragung dieses Gedankens *Breuer*, Wissen, S. 97.

<sup>149</sup> So auch *Hellgardt*, AG 2012, 154, 165; *Seibt*, ZHR 177 (2013), 388, 424 ff.; *Veil*, ZGR 2016, 305, 323 f.; tendenziell auch *Wundenberg*, ZGR 2015, 124, 135 f.; zum Marktmanipulationsverbot *Poelzig*, ZGR 2015, 801, 816.

<sup>150</sup> Zu Kompetenzproblemen vgl. insb. *Mörsdorf*, *RabelsZ* 83 (2019), 797, 810 ff.

<sup>151</sup> *Hellgardt*, AG 2012, 154, 165.

und einer Gefährdungshaftung eingeschlagen, indem er mit § 97 Abs. 1, Abs. 2 WpHG eine Haftung für vermutetes Verschulden gewählt hat.<sup>152</sup> Da es für einen Verschuldensmaßstab also keine festen Vorgaben gibt, ist es auch vor diesem Hintergrund umso wichtiger, bereits den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR so zu lesen, dass dem Emittenten und den Anlegern nur solche Kosten auferlegt werden, denen ein gesamtgesellschaftlicher Vorteil gegenübersteht.

Genauso wie der Emittent durch aufsichtsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen dazu angehalten wird, Ressourcen einzusetzen, um seinen Pflichten aus Art. 17 Abs. 1 MAR nachzukommen, sorgt auch eine drohende Schadensersatzhaftung dafür, dass der Emittent Aufwendungen tätigt, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu erfüllen. Da die privatrechtliche Schadensersatzpflicht aber ein unbegrenztes Ausmaß annehmen kann, das weit über die in Art. 30 Abs. 2 MAR vorgesehenen Maßnahmen und Sanktionen hinausgeht, gibt der drohende Schadensumfang die Richtschnur dafür vor, wie viel Aufwand der Emittent in die Ad-Hoc-Publizität investieren wird. Insoweit gelten die zu den aufsichtsrechtlichen Folgen getroffenen Erwägungen<sup>153</sup> mit der Besonderheit entsprechend, dass sich die Balance zwischen Kosten und Nutzen der Informationsbeschaffung und -organisation durch den Emittenten in Anbetracht der drohenden Milliardenkompensationen bei der Schadensersatzhaftung noch deutlicher auf die Kostenseite verschiebt.

## 2. „Pocket Shifting“

Schließlich weist die zivilrechtliche Schadensersatzhaftung im Vergleich zu aufsichtsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen eine weitere Besonderheit auf. Während der benachteiligte Anleger keine Kompensation erhält, wenn gegen den Emittenten aufsichtsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen verhängt werden, wird der benachteiligte Anleger im Falle einer Schadensersatzhaftung von dem Emittenten entschädigt, und zwar in der Höhe seiner individuellen Verluste. Im Ergebnis wird also die Umverteilung, die dadurch entstanden ist, dass ein Anleger ein ungünstiges und ein anderer Anleger spiegelbildlich ein günstiges Geschäft eingegangen ist,<sup>154</sup> durch eine Schadensersatzhaftung zulasten des Emittenten und damit zulasten der Altanleger wieder rückgängig gemacht.<sup>155</sup> Langevoort spricht insoweit zutreffend von einem „pocket shifting“.<sup>156</sup>

<sup>152</sup> Zur Haftungsverlagerung durch beweisrechtliche Mittel *Stoll*, AcP 176 (1976), 145.

<sup>153</sup> § 5 B. V.

<sup>154</sup> Vgl. zu Umverteilungsschäden eingehend § 4 B. II. 2.

<sup>155</sup> *Bratton/Wachter*, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 93 ff.; *Coffee*, 106 Col. L. Rev. (2006), 1534, 1556 ff.; *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 32; *J. Koch*, AG 2019, 273, 283; *Lipton*, 92 Wash. U. L. Rev. (2015), 1261, 1265, 1283; *Rose*, 108 Col. L. Rev. (2008), 1301, 1313; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 267 ff.

<sup>156</sup> *Langevoort*, 42 Wake Forest L. Rev. (2007), 627, 632 f.

Während sowohl bei der aufsichtsrechtlichen als auch bei der zivilrechtlichen Haftung die Anleger die Vermögenseinbußen des Emittenten schultern, zeigt die zivilrechtliche Schadensersatzfolge zusätzlich, dass der Schutz einer Anlegergruppe infolge einer weitgehenden Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten nicht irgendwelche, sondern gerade dieselben Nachteile einer anderen Anlegergruppe nach sich zieht. Daher können infolge einer extensiven Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht die Anleger in ihrer Gesamtheit geschützt werden. So wird durch die Schadensersatzhaftung des Emittenten zulasten der dort verbliebenen Altanleger lediglich eine Umverteilung rückgängig gemacht, die für sich genommen noch zu keinem gesamtgesellschaftlichen Effizienzverlust geführt hätte. Kumulieren sich die so gearteten Umverteilungsschäden zu einer Milliardenhöhe, die einzig von der Richtung des Kursausschlags und nicht von der Wahrnehmung der Ad-Hoc-Publizität als solcher abhängen, werden diese im Ergebnis den Altanlegern auferlegt, die an der Transaktion nicht beteiligt waren und damit noch nicht einmal die Möglichkeit hatten, als „Gewinner“ des Ad-Hoc-Roulette herauszugehen. Je weiter der Pflichtenkatalog des Art. 17 Abs. 1 MAR demnach gezogen wird, desto mehr Umverteilungsschäden werden zulasten unbeteiligter Altanleger ersetzt.<sup>157</sup> Dies hat selbstverständlich Auswirkungen auf die Kaufentscheidung eines jeden Neuanlegers, da er in den Erwerb eines Wertpapiers ebenfalls die Möglichkeit einpreisen wird, im Zusammenhang mit weiteren Transaktionen als Altanleger zu enden.<sup>158</sup>

### 3. Verschiebung der Klagebefugnis

Dass der Emittent im Falle eines Verstoßes gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auch einer zivilrechtlichen Haftung ausgesetzt ist, bringt noch eine weitere Besonderheit ans Licht, die ebenfalls dazu zwingt, den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR restriktiv auszulegen. Dies soll am Beispiel von kursrelevanten Compliance-Verstoßen aufgezeigt werden.

Es sollte Einigkeit darüber bestehen, dass dem Emittenten ein Verstoß gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht deshalb vorgeworfen wird, weil sich überhaupt ein Compliance-Verstoß ereignet hat, sondern nur deshalb, weil er den Kapitalmarkt nicht über einen Compliance-Verstoß informiert hat. Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht wird also nicht durch den Compliance-Verstoß selbst, sondern durch die fehlende Information über den Compliance-Verstoß ausgelöst. Würde man den Tatbestand der Ad-Hoc-Publizitätspflicht aber weit auslegen und etwa fordern, dass der Emittent alle möglichen Insiderinformationen beschaffen und organisieren muss, unterscheidet sich die Haftung für die fehlende Information über einen Compliance-Verstoß kaum von einer Haftung für den Compliance-Verstoß selbst.

Dieser Unterschied macht sich vor allem dann bemerkbar, wenn man die Rechtsschutzmöglichkeiten eines Aktionärs für den Fall in den Blick nimmt, dass

<sup>157</sup> Hüfner/Koch, AktG, § 78 Rn. 32; J. Koch, AG 2019, 273, 283.

<sup>158</sup> Vgl. hierzu § 4 B. III. 4.

sich in der Kapitalgesellschaft ein Compliance-Verstoß ereignet. Nach den in den Mitgliedstaaten und auch im Unionsrecht (vgl. die *Societas Europaea* (SE)) für Kapitalgesellschaften geltenden Grundsätzen obliegt es nämlich der Gesellschaft selbst (durch ihren Vorstand oder den Aufsichtsrat) und nicht dem Aktionär, Compliance-Verstöße zu ahnden.<sup>159</sup> Nur ausnahmsweise kann es ein Aktionär selbst in die Hand nehmen, eine Klage gegen die verantwortlichen Personen zu erheben.<sup>160</sup> Aber selbst dann macht er keine eigenen Rechte, sondern ausschließlich Rechte der Gesellschaft geltend.<sup>161</sup> Grund dafür ist, dass sich der Aktionär selbst nicht mit dem Unternehmensgegenstand auseinandersetzt und wegen seiner rationalen Apathie sowohl in seinen Rechten als auch in seinen Pflichten begrenzt ist.<sup>162</sup>

Wenn aber jeder Compliance-Verstoß zugleich eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darstellen würde, weil der Aktionär Organisationsmängel im Wege der Schadensersatzhaftung wegen unterlassener Ad-Hoc-Mitteilung geltend machen könnte, würde dem Aktionär faktisch eine eigene Klagebefugnis für Compliance-Verstöße verliehen. Vor allem aber ist diese Klagebefugnis nicht auf vollendete Compliance-Verstöße beschränkt, sondern umfasst auch jeden kursrelevanten Zwischenschritt, der mit einem Compliance-Verstoß in Verbindung steht. Eine weite Auslegung des Tatbestands des Art. 17 Abs. 1 MAR führt also zu einer Verschiebung der Klagebefugnis weg von der Gesellschaft hin zu dem Aktionär. Diese soll er aber nach der – auch unionsrechtlich verankerten – gesellschaftsrechtlichen Grundkonzeption nicht haben.<sup>163</sup>

## D. Zwischenergebnis

Verletzt der Emittent die ihm durch Art. 17 Abs. 1 MAR auferlegten Pflichten, folgen daraus nach dem Willen des Ordnungsgebers jedenfalls die in Art. 30 Abs. 2 MAR aufgezählten aufsichtsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen. Nach einhelliger Auffassung sind Maßnahmen nicht an ein Verschulden geknüpft. Im Einklang mit der Rechtsprechung des EGMR können nach hier vertretener Auffassung auch Sanktionen als Gefährdungshaftung ausgestaltet sein, da Art. 7 EMRK und Art. 49 GRCh nur verlangen, dass der Adressat einer Sanktion über die kognitive

<sup>159</sup> Vgl. *Armour/Enriques/Hansmann/Kraakman*, in: *The Anatomy of Corporate Law*, S. 49 ff. mit rechtsvergleichenden Hinweisen. Vgl. zu den sehr begrenzten Zuständigkeiten der Hauptversammlung nach der unionsrechtlichen Vorstellung einer Kapitalgesellschaft etwa Art. 52 SE-VO. Zur Rechtsstellung des Aktionärs im Unionsrecht insbesondere *Nietsch*, ZVGIRWiss 112 (2013), 45 ff.

<sup>160</sup> Vgl. im deutschen Recht etwa § 148 AktG oder die sog. *derivative action* im *Common Law* nach *Foss v Harbottle* (1843) 2 Hare 461.

<sup>161</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 148 Rn. 1; *Foss v Harbottle* (1843) 2 Hare 461.

<sup>162</sup> *Baums/von Randow*, AG 1995, 145, 147; *Easterbrook/Fischel*, *Economic Structure of Corporate Law*, S. 66.

<sup>163</sup> Vgl. zu anderen, auf nationaler Ebene angesiedelten gesellschaftsrechtlichen Bedenken *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1146 ff., die nach seiner Ansicht nicht durchgreifen.

Fähigkeit verfügt, Tatbestand und Rechtsfolgen zu erkennen. Hingegen folgt aus der behandelten Rechtsprechung nicht, dass der Tatbestand ein Verschuldenselement enthalten muss.

Eine *strict liability* im Falle einer Verletzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht hat zur Folge, dass die Kostenlast für den Emittenten und damit auch für die Anleger umso mehr steigt, je höher die Anforderungen sind, die in den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesen werden. Solche Kosten- und Haftungsfolgen, die aus den verwaltungsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen resultieren, treffen letztlich die Anleger, die im Ausgangspunkt durch die Ad-Hoc-Publizität geschützt werden sollen. Im Rahmen der zivilrechtlichen Schadensersatzhaftung zeigt sich noch deutlicher, dass eine exzessive Kostenbelastung des Emittenten nicht durch den Anlegerschutz gerechtfertigt werden kann. Denn insoweit werden Umverteilungsschäden in Milliardenhöhe auf Kosten des Emittenten und damit wiederum der Anleger kompensiert. Zudem bringt die zivilrechtliche Haftung im Falle von Compliance-Verstößen ans Licht, dass sich die Klagebefugnis entgegen den – auch europäischen – Grundsätzen des Kapitalgesellschaftsrechts weg von der Gesellschaft und hin zu den Aktionären verschiebt.

## **Wissen und Wissensorganisation im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR**

### **§ 6 Gegenstand des Wissens**

#### **A. Ziel der Untersuchung**

Die Rechtsfolgen, die aus unionsrechtlicher Sicht an eine Verletzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht anknüpfen, haben gezeigt, dass der Anforderungskatalog an den Emittenten insoweit zu begrenzen ist, wie es im Verhältnis zu den Zielen einer Kapitalmarktinformation erforderlich und angemessen ist. In diesem Zusammenhang wird die Frage aufgeworfen, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht davon abhängig gemacht werden muss, dass der Emittent von der Insiderinformation Kenntnis erlangt.<sup>1</sup> Um herauszufinden, ob die Veröffentlichungspflicht erst dann entsteht, wenn der Emittent von der Insiderinformation weiß, muss aber zunächst untersucht werden, was überhaupt unter dem „Wissen“ einer juristischen Person verstanden werden kann. Andernfalls würde man über die Notwendigkeit eines Tatbestandsmerkmals nachdenken, dessen Konturen im Vorhinein noch nicht hinreichend abgesteckt sind.

Um diese Vorgehensweise zu illustrieren, lohnt sich ein Vergleich mit Art. 53 des schweizerischen Kotierungsreglement (KR), der ebenfalls die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten zum Gegenstand hat. Nach Art. 53 Abs. 2 KR muss der Emittent erst dann über kursrelevante Tatsachen informieren, „sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat“. Würde man sich also mit einer Vorschrift wie Art. 53 KR auseinandersetzen, wäre anhand ihres eindeutigen Wortlauts in einem ersten Schritt festzustellen, dass die Veröffentlichungspflicht erst zu einem Zeitpunkt entsteht, in dem der Emittent „Kenntnis“ von der kursrelevanten Information hat. In einem zweiten Schritt wäre dann zu erläutern, was unter dem Begriff der „Kenntnis“ i. S. d. Art. 53 KR zu verstehen ist.

Ist im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR aber mangels ausdrücklicher gesetzlicher Vorgaben bereits unklar, ob die Kenntnis des Emittenten Tatbestandsmerkmal ist, muss die Vorfrage untersucht werden, welches Spektrum an kognitiven Zuständen der Begriff des „Wissens“ bzw. der „Kenntnis“<sup>2</sup> überhaupt zu erfassen in der Lage ist, bevor evaluiert werden kann, ob diese Voraussetzung im Wege der Auslegung in die

---

<sup>1</sup> Vgl. § 2.

<sup>2</sup> Die Begriffe „Wissen“ und „Kenntnis“ werden durchweg synonym verwendet.

unionsrechtliche Ad-Hoc-Publizität implementiert werden soll. Dabei wird sich zeigen, dass der Wissensbegriff so geartet ist, dass anhand der Entscheidung für oder gegen eine Kenntnis als Tatbestandsmerkmal noch keine hinreichende Aussage darüber getroffen werden kann, welches Pflichtenprogramm einer juristischen Person im Ergebnis auferlegt wird. Vielmehr gibt die Voraussetzung der Kenntnis lediglich vor, welcher Bezugspunkt dafür verwendet werden darf, um kraft einer Zurechnung Rechtsfolgen gegenüber der juristischen Person herbeizuführen.

## **B. Eigenschaften des Wissensbegriffs**

### **I. Die Funktionalität des Wissensbegriffs**

#### **1. Keine allgemeine Wissensdefinition**

Bereits im Zusammenhang mit natürlichen Personen existiert eine ganze Bandbreite von Erklärungsversuchen, mithilfe derer konkretisiert werden soll, was unter einem „Wissen“ zu verstehen ist.<sup>3</sup> Solche Definitionen werden im Laufe dieses Kapitels erörtert.<sup>4</sup> Es sei aber vorangestellt, dass sie notwendigerweise vor dem Hintergrund derjenigen Lebenssachverhalte entworfen worden sind, die eine Erläuterung des Wissensbegriffs herausgefordert haben.<sup>5</sup> Richtigerweise hebt Nobbe die Kontextabhängigkeit des Wissensbegriffs hervor, indem er ausschließlich das als Wissen zu formulieren sucht, was „für unsere Zwecke“ als solches anzusehen ist.<sup>6</sup> Ebenso leitet Gibson J. in der Entscheidung der englischen Chancery Division in Sachen *Baden v Société Générale*<sup>7</sup> mit der Frage ein „What types of knowledge are relevant for the purposes of constructive trusteeship?“,<sup>8</sup> bevor er darauf eingeht, welche Formen das Wissen in diesem Zusammenhang annehmen kann. Daher ist stets für jeden konkreten Teilbereich, der auch aus einer einzelnen Rechtsnorm bestehen kann, der passende Behälter zu formen, in den die dehnbare Masse des Wissensbegriffs sodann gegossen werden kann. Ein kognitiver Zustand kann also in einer Situation als Wissen bezeichnet werden und in einer anderen nicht.<sup>9</sup> Konsequenterweise kann auch das Wissen in einer Konstellation nicht allein deshalb bejaht werden, weil es bereits in einer anderen Konstellation angenommen wurde.

---

<sup>3</sup> Vgl. etwa *Baden v Société Générale* [1993] 1 W.L.R. 509, Rn. 250; Buck, Wissen und juristische Person, S. 47; Engelhardt, Wissensverschulden, S. 4 f.; Chopra/White, in: IJCAI'05, S. 1175.

<sup>4</sup> Vgl. § 6 B. I. 2.

<sup>5</sup> Fatemi, NJOZ 2010, 2637.

<sup>6</sup> Nobbe, in: Hadding/Hopt/Schimansky, Bankrechtstag 2002, S. 121, 124 f.

<sup>7</sup> [1993] 1 W.L.R. 509.

<sup>8</sup> [1993] 1 W.L.R. 509, Rn. 250 (Hervorhebung durch Verfasser).

<sup>9</sup> Zutreffend Thomale, Der gesplante Emittent, S. 6 f., allerdings mit anderer Begrifflichkeit („Relativität der Wissenszurechnung“); dem folgend Fietz, Wissenszurechnung, S. 78.



Passt sich das, was unter dem Begriff des „Wissens“ verstanden wird, bereits bei Betrachtung natürlicher Personen als denkenden, wissenden und vergessenden Rechtssubjekten<sup>10</sup> funktional der konkreten Situation an, in der von einem „Wissen“ die Rede ist, wird die Beurteilung im Falle von juristischen Personen noch undurchsichtiger. Dort ließe sich zunächst an den kognitiven Zustand einzelner natürlicher Personen anknüpfen, die dem Unternehmen angehören. Damit wäre aber noch nicht die Frage beantwortet, ob die Kenntnis des jeweiligen Wissensträgers zugleich als Wissen der Gesellschaft anzusehen ist. Daneben entspricht es der Natur einer Organisation, dass die insgesamt vorhandenen Ressourcen über die Summe dessen hinausgehen, was jede einzelne dem Unternehmen zugehörige Person separat in das Unternehmen einbringt.<sup>11</sup> Im Zusammenhang mit dem Wissen der Organisation hat dies zur Folge, dass auch solche Informationen als Kenntnis der Gesellschaft angesehen werden könnten, die aktuelle Mitarbeiter zwar nicht wahrgenommen haben, die sich aber in Akten oder Datenträgern des Unternehmens oder „in den Köpfen“ ehemaliger Unternehmensangehöriger befinden. Auch vergessenes Wissen eines Mitarbeiters kann gegebenenfalls als Wissen der Gesellschaft gelten, weil es einmal im Unternehmen vorhanden war. Schließlich ist es denkbar, dass sich eine Information auf unterschiedliche Informationsträger verteilt. Auch dahingehend muss entschieden werden, ob die vollständige Information mithilfe einer Zusammensetzung der Bruchteile als Wissen der Organisation angesehen werden kann.<sup>12</sup> Dies alles erschließt sich nicht aus einer allgemeinen Definition des Wissens, sondern funktional aus dem Kontext, in dem der Wissensbegriff verwendet wird.

## 2. Grundbegriffe zur kontextabhängigen Ausformung

Damit der kontextabhängige Wissensbehälter Gestalt annimmt, ist es unausweichlich, das sprachliche Instrumentarium aufzufinden, mithilfe dessen ihm die passende Form verliehen werden kann. Es sind daher die Grundbegriffe zu ermitteln, mit denen die situationsabhängigen Wissensdefinitionen ausgedrückt werden können. Dabei wird sich zeigen, dass alle bisherigen Versuche, den Begriff des „Wissens“ zu umschreiben, zwar unterschiedliche Ausdrücke verwenden, letztlich aber an einem gleichgearteten Maßstab festhalten, der sich in einige wenige Grundbegriffe fassen lässt. Diese beziehen sich im Folgenden zunächst nur auf das Wissen natürlicher Personen, werden sodann aber auf juristische Personen übertragen.

So ist jedem der bisherigen Definitionsversuche letztlich gemeinsam, dass sie eine *bestimmte Beziehung einer natürlichen Person zu einem konkreten Umstand* beschreiben. Als Umstand dient dabei jedes Ereignis, das sich tatsächlich zugetragen hat, sei es das Umfallen eines Baumes, das von einer Person gesprochene Wort oder

<sup>10</sup> *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4 f.

<sup>11</sup> *Beuthien*, in: FS Zöllner, Bd. 1, S. 87, 94.

<sup>12</sup> Zu all diesen Varianten vgl. *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 25 ff., 312 ff., 326 ff.; *Grunewald*, in: FS Beusch, S. 301 ff.; eingehend § 6 E.

der Eintritt einer kursrelevanten Begebenheit. Erklärungsversuche, die die Beziehung zwischen der Person und dem Umstand als „Übereinstimmung der subjektiven Vorstellung mit dem objektiv Gegebenen“, als „Entsprechung des Erkennens mit dem Erkannten“<sup>13</sup> oder als „durch äußere Ereignisse (Sinneseindrücke) oder durch geistige Vorgänge (Schlußfolgerungen) hergestellte, der Wirklichkeit entsprechende Vorstellung von einer Tatsache“<sup>14</sup> beschreiben, fordern eine ausgesprochen intensive Beziehung der natürlichen Person zu dem konkreten Umstand. Dieses Verhältnis muss nämlich so geartet sein, dass der Umstand der *Vorstellung* des Rechtssubjekts zugeführt sein, das heißt sich in der aktuellen Gedankenwelt befinden muss, um von einem Wissen sprechen zu können. Solche Umstände werden im Folgenden mit dem Grundbegriff der sog. *Vorstellungsumstände* bezeichnet.

Allerdings unterliegt immer nur ein sehr enges Spektrum von Umständen der aktuellen Gedankenwelt einer natürlichen Person, weswegen noch weitere, weniger intensive Beziehungen zwischen natürlichen Personen und tatsächlich eingetretenen Ereignissen existieren. Definitionen, die es für ein Wissen ausreichen lassen, dass sich Umstände im *Gedächtnis* der natürlichen Person befinden,<sup>15</sup> lockern die den Vorstellungsumständen unterliegende Beziehung demnach insoweit auf, als sich ein Ereignis nicht (mehr) in der aktuellen Vorstellung der natürlichen Person befinden muss, sondern auch in dem integrierten Gedächtnisspeicher des Menschen verortet sein kann. Damit einhergehend handelt es sich um sog. *Gedächtnisumstände*.

Was das Verhältnis von Vorstellungs- und Gedächtnisumständen anbelangt, kann sich die Beziehung zwischen einer natürlichen Person und einem Ereignis in Sekundenbruchteilen von einem Vorstellungsumstand in einen Gedächtnisumstand (und umgekehrt) umwandeln, und zwar ohne, dass der Vorgang nach außen hin erkennbar ist. Dementsprechend lassen sich Vorstellungs- und Gedächtnisumstände unter dem Grundbegriff der sog. *Innenumstände* zusammenfassen, die sich gerade dadurch auszeichnen, dass sie der aktuellen Vorstellung ohne einen äußerlich sichtbaren Akt zugeführt werden können.<sup>16</sup>

Dies führt schließlich zu einer Abgrenzung zu der losesten Beziehung zwischen Person und Umstand, die dadurch charakterisiert ist, dass sich ein eingetretenes Ereignis weder in der aktuellen Vorstellung noch im Gedächtnis des Menschen befindet, sondern erst infolge eines nach außen sichtbaren Aktes der menschlichen Vorstellung oder dem Gedächtnis zugeführt werden kann. Dies kann etwa dadurch geschehen, dass eine Person Zugang (*ready access*) zu dem konkreten Umstand hat

<sup>13</sup> Sallawitz, Die tatbestandliche Gleichstellung, S. 50.

<sup>14</sup> v. Thur, Der allgemeine Teil, 2. Bd., 1. Hälfte, S. 127.

<sup>15</sup> Medicus, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 5.

<sup>16</sup> So auch Hansen, in: Ventrizzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.8.147: „the information must be located in the brain of that person“. Vgl. auch das sog. sachgedankliche Mitbewusstsein im deutschen Strafrecht, das nicht aktuell reflektiertes, aber „realisierbares, zumindest unterbewusstes Begleitwissen“ darstellt, BayObLG NJW 1977, 1974; Joecks/Kulhanek, in: MüKo-StGB, § 16 Rn. 78; Platzgummer, Die Bewußtseinsform des Vorsatzes, 1964, S. 55 ff.

oder sie den Umstand, beispielsweise durch Nachfrage (*inquiry*),<sup>17</sup> unschwer beschaffen kann (*easy availability*).<sup>18</sup> Da sich der Umstand aber zu dem Zeitpunkt, in dem die natürliche Person noch nicht von ihrer Zugangs- oder Beschaffungsmöglichkeit Gebrauch gemacht hat, weder in ihrer aktuellen Vorstellung noch in ihrem Gedächtnisspeicher befindet, werden solche Ereignisse im Folgenden mit dem Grundbegriff der sog. *Außenumstände* bezeichnet.

Schließlich existieren Definitionen, die erst dann von einem Wissen sprechen, wenn über die bloße Wahrnehmung hinaus auch ein Verstehensprozess durchlaufen worden ist.<sup>19</sup> Genau genommen sind damit aber *verschiedene Umstände* gemeint, die jeweils für sich genommen in einer Beziehung zu der natürlichen Person stehen können. Betrachtet etwa eine Person, die keine Bilanz lesen kann, den Umstand, dass ein mit „Jahresabschluss“ überschriebenes Dokument eine Rubrik beinhaltet, die in „Aktiva“ und „Passiva“ eingeteilt ist und in jeder Spalte bestimmte Zahlen auflistet, kann diese Person ihrer Vorstellung und ihrem Gedächtnis allenfalls die geschriebenen Zeichen zuführen und den Ort, an dem diese wiederzufinden sind. Bezeichnet man diesen Innenumstand sodann als Wissen, hat die Person Kenntnis von den aufgelisteten Zahlen und davon, welches Dokument sie öffnen muss, um auf die Zahlen zuzugreifen. Eignet sich diese Person aber die Fähigkeit an, mit einer Bilanz umzugehen, kann sie etwa feststellen, ob das betrachtete Unternehmen überschuldet ist und diesen Umstand ihrer aktuellen Vorstellung und ihrem Gedächtnis zuführen. Damit existieren zwei Umstände („bestimmte Zahlen auf einem Dokument“ und „Überschuldung des Unternehmens“), die je nach Verständnishorizont der natürlichen Person entweder einen Innen- oder Außenumstand darstellen.

Genauso wie sich Innenumstände je nach Beziehungsintensität in Vorstellungs- und Gedächtnisumstände unterteilen lassen, können auch die Außenumstände in weitere Kategorien aufgespalten werden, wie etwa in Umstände, die leicht, schwer oder schließlich überhaupt nicht beschaffbar sind. Dabei wird stets kontextabhängig zu ermitteln sein, ob in einer bestimmten Konstellation nur Innenumstände oder auch bestimmte Außenumstände als „Wissen“ einer natürlichen Person anzusehen sind. So mag es Fälle geben, in denen es der Zweck einer Rechtsnorm gebietet, das Wissen einer Person auf Innenumstände zu beschränken. Ein solcher Wissensbegriff wird wegen des Koinzidenzprinzips etwa im deutschen Strafrecht zu verwenden sein.<sup>20</sup> In einem anderen Kontext mag das Wissen möglicherweise nicht nur Innenumstände, sondern auch einige Außenumstände umfassen, wie etwa solche, die leicht beschaffbar sind.<sup>21</sup> Entscheidend ist, dass man sich auf die klar definierten Grundbe-

<sup>17</sup> *Baden v Société Générale* [1993] 1 W.L.R. 509, Rn. 250.

<sup>18</sup> *Chopra/White*, in: IJCAI'05, S. 1175.

<sup>19</sup> *Schrader*, Wissen im Recht, S. 7. Vgl. auch *Hansen*, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.8.144: „The standard of knowing of a certain fact or circumstance requires proof that the fact or circumstance was understood by the person“.

<sup>20</sup> BGH NSZ 2010, 503; *Kühl*, in: Lackner/Kühl, StGB, § 15 Rn. 9.

<sup>21</sup> Vgl. *Baden v Société Générale* [1993] 1 W.L.R. 509, Rn. 250; *Chopra/White*, in: IJCAI'05, S. 1175.

griffe der Innen- und Außenumstände einigen kann, mithilfe derer der Wissensbegriff situationsabhängig ausgedrückt werden kann.

## II. Die Relativität des Wissensbegriffs

### 1. Betrachtung natürlicher Personen

Im vorangegangenen Abschnitt wurde erörtert, inwiefern das Wissen als die Beziehung lediglich einer natürlichen Person zu einem bestimmten Umstand umschrieben werden kann. Weitere Besonderheiten ergeben sich, wenn man das Verhältnis zwischen mehreren natürlichen Personen untersucht, die jeweils unterschiedliche Beziehungen zu einem bestimmten Umstand aufweisen.

So kann ein und derselbe Umstand für eine natürliche Person ein Innenumstand und für eine andere natürliche Person nur ein Außenumstand sein: Beobachtet beispielsweise eine Person A, wie ein Baum umgefallen ist, muss sich eine Person B, die mit dem Rücken zum Baum steht, erst umdrehen, um diesen Umstand ihrer Vorstellung und ihrem Gedächtnis zuzuführen. Sieht man durch die Brille des A hindurch, handelt es sich bei dem Umfallen des Baumes also um einen Innenumstand, während der Umstand aus dem Blickwinkel des B ein Außenumstand ist. Rechtlich relevant wird diese Differenzierung, wenn es um die Frage geht, unter welchen Voraussetzungen dabei von einem „Wissen“ der natürlichen Personen A und B die Rede sein kann. Während man regelmäßig davon ausgehen können wird, dass die Perspektive des A, für den der Umstand ein Innenumstand ist, als „Wissen“ bezeichnet werden kann,<sup>22</sup> ist weniger eindeutig, inwieweit ein „Wissen“ des B vorliegt. Denn für ihn ist der Umstand lediglich ein Außenumstand.<sup>23</sup>

Wenn man sich der Frage zuwendet, inwieweit der Außenumstand für B rechtlich als sein „Wissen“ zu qualifizieren sein kann, stehen hierbei im Ausgangspunkt zwei Möglichkeiten zur Verfügung. Im Rahmen der ersten Möglichkeit bietet es sich an, auf eine Person abzustellen, für die der infrage stehende Umstand ein Innenumstand ist, weil es sich bei deren Perspektive regelmäßig um ein „Wissen“ handeln wird. Dies ist hier die Person A. Damit ist es aber noch nicht getan, weil es darum geht, ein „Wissen“ des B herzuleiten, der personenverschieden von A ist. Daher bedarf es zusätzlich eines bestimmten Bindeglieds, das dafür sorgt, dass die Perspektive des A rechtlich als Perspektive des B behandelt werden kann. Dieses Bindeglied ist unter dem Begriff der Zurechnung bekannt und sorgt dafür, dass dem B unter bestimmten Voraussetzungen fiktiv die Brille des A aufgesetzt und so getan wird, als wäre der Umstand auch für B ein Innenumstand. Eine solche Zurechnung kann etwa aufgrund eines Vertretungsverhältnisses erfolgen, das voraussetzen würde, dass A alle An-

<sup>22</sup> Vgl. dazu noch § 6 C.

<sup>23</sup> Vgl. § 6 B. I. 2.

forderungen eines Vertreters erfüllt, damit der für den A existierende Innumstand auf den Vertretenen B übergeleitet werden kann.<sup>24</sup>

Im Rahmen der zweiten Möglichkeit wird die Perspektive des A unbeachtet gelassen und ausschließlich danach gefragt, ob die eigene Beziehung des B zu dem Umstand ausreichend ist, um von einem „Wissen“ des B zu sprechen. Da es sich für B aber um einen Außennumstand handelt, erschöpft sich seine eigene Beziehung jedenfalls in einer weniger intensiven Ausprägung als der bei A vorhandenen. Anstelle der bei der ersten Möglichkeit relevanten Zurechnungsvoraussetzungen muss bei der zweiten Möglichkeit nunmehr evaluiert werden, inwiefern die eigene Perspektive des B noch als „Wissen“ bezeichnet werden kann. Mithin unterscheiden sich die tatbestandlichen Anforderungen, je nachdem auf wessen Beziehung zu dem infrage stehenden Umstand man abstellt, um ein „Wissen“ des B herzuleiten: Stellt man auf A ab, kommt es auf die Zurechnungsvoraussetzungen an; stellt man auf B ab, kommt es auf die Weite des Wissensbegriffs an. Der Wissensbegriff ist daher relativ und davon abhängig, aus welcher Sicht man einen Umstand betrachtet.<sup>25</sup>

Die Relativität des Wissensbegriffs gewinnt insbesondere dann an Bedeutung, wenn eine Rechtsnorm vorgibt, dass nur eine bestimmte Perspektive eingenommen werden darf. Ergibt sich aus einer Vorschrift etwa, dass nur Innumstände als „Wissen“ anzusehen sind, steht und fällt die rechtliche Betroffenheit des B damit, ob ihm das Wissen des A zugerechnet werden kann. Da insoweit nämlich nur Innumstände rechtlich erheblich sein sollen, bleibt der Blickwinkel des B selbst versperrt, für den das infrage stehende Ereignis lediglich ein Außennumstand ist. Insoweit stünde nur die erste Möglichkeit der Zurechnung zur Verfügung, um Rechtsfolgen gegenüber B herzuleiten. Lässt eine Vorschrift aber zu, dass auch auf Außennumstände abgestellt werden darf, um von einem „Wissen“ zu sprechen, eröffnet sich auch die zweite Möglichkeit, um Rechtsfolgen gegenüber B zu begründen. Diese zweite Möglichkeit führt an den Zurechnungsvoraussetzungen in der Person des A vorbei, da nunmehr die Perspektive des B selbst als „Wissen“ angesehen werden kann. Ein weites Verständnis des Wissensbegriffs substituiert demnach die Wissenszurechnung.<sup>26</sup>

<sup>24</sup> Vgl. etwa §§ 164, 166 Abs. 1 BGB im deutschen Recht. Für die Wissenszurechnung in Vertretungskonstellationen im *Common Law* vgl. *DeMott*, 13 Duke J. Comp. & Intl. L. (2003), 291; *Taupitz*, *Karlsruher Forum* 1994, S. 16, 19 ff.

<sup>25</sup> Mit der „Relativität des Wissensbegriffs“ ist daher nicht das gemeint, was *Thomale* unter „Relativität der Wissenszurechnung“ versteht, vgl. *Thomale*, *Der gespaltene Emittent*, S. 6. Die von *Thomale* beschriebene „Relativität der Wissenszurechnung“ entspricht eher dem, was vorliegend unter der „Funktionalität des Wissensbegriffs“ verstanden wird, vgl. § 6 B. I.

<sup>26</sup> Vgl. bereits *Buck*, *Wissen und juristische Person*, S. 25: „Je weiter man eine Pflichtigkeit in bezug [sic!] auf das Wissen bzw. den Umgang mit dem Wissen formuliert, umso weniger wird die *Zurechnung* von Wissensteilen erfolgen müssen. Der Mitarbeiter, auf dessen Wissen es ankommt, wird im Einzelfall schon aufgrund einer weiten Definition des Wissensbegriffs so behandelt, als hätte er Kenntnis“ (Hervorhebung im Text); *Fietz*, *Wissenszurechnung*, S. 91.

Vergleicht man die beiden aufgezeigten Möglichkeiten miteinander, wird deutlich, welche Faktoren zu beachten sind, wenn man darüber nachdenkt, den Begriff des „Wissens“ zu erweitern. Dabei ist nämlich in Erinnerung zu rufen, dass die Voraussetzungen der Zurechnung im Rahmen eines engen Wissensverständnisses darüber hinweghelfen, dass es sich bei der wissenden und unwissenden Person um unterschiedliche Rechtssubjekte handelt. Das Erfordernis einer Zurechnung schirmt die unwissende Person demnach vor wissensabhängigen Rechtsfolgen ab.<sup>27</sup> Denn es müssen stets die Hürden der Zurechnungsvoraussetzungen überwunden werden, um die eigentlich unwissende Person rechtlich als wissende Person zu behandeln. Aber je weniger intensiv die Beziehung zwischen Person und Umstand ausgestaltet sein darf, um von einem „Wissen“ zu sprechen, desto dünner wird die Abschirmung durch die Zurechnung. Denn einer solchen bedarf es in umso geringerem Maße, je weiter der Wissensbegriff interpretiert wird. Daher sollte der Begriff des „Wissens“ nicht erweitert werden, ohne dass der dadurch bedingte Wegfall der Abschirmungsfunktion der Zurechnung durch zwingende Gründe kompensiert wird.<sup>28</sup> Dies ist im Falle jeder Regelung sorgfältig zu untersuchen, da es die Funktionalität des Wissensbegriffs verbietet, von einem weiten Wissensbegriff in einer Konstellation (etwa im Kaufmängelgewährleistungsrecht) blindlings auf die gleiche Reichweite in einer anderen Konstellation (etwa der Ad-Hoc-Publizität) zu schließen.

## 2. Betrachtung juristischer Personen

Wie die Reichweite des Wissensbegriffs mit der Wissenszurechnung zusammenhängt, zeigt sich insbesondere im Zusammenhang mit juristischen Personen. Als rechtlich konstruierte Fiktion kann die juristische Person im Unterschied zu einer natürlichen Person selbst keine eigene Beziehung zu einem Umstand aufbauen, die sich anhand der hier eingeführten Grundbegriffe der Innen- und Außenumstände umschreiben lässt. Allerdings kann und muss genau aus diesem Grund in irgendeiner Weise an die Beziehungen hinter ihr stehender natürlicher Personen angeknüpft werden, um hieraus wissensabhängige Rechtsfolgen gegenüber der Gesellschaft herleiten zu können.<sup>29</sup> Eine juristische Person weist zusätzlich die Besonderheit auf, dass ein Umstand regelmäßig nicht für alle ihr angehörigen natürlichen Personen gleichzeitig ein Innenumstand sein wird. Vielmehr wird es sich bei einem Innenumstand für einen Mitarbeiter regelmäßig um einen Außenumstand für eine Vielzahl von anderen unternehmensangehörigen Personen handeln.

---

<sup>27</sup> S. auch *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 32. Zur Haftungsbegrenzung im Wege der Wissenszurechnung im Rahmen der U.S.-amerikanischen Kapitalmarktinformationshaftung vgl. *Jones*, 57 B.C.L.Rev. (2016), 695, 706.

<sup>28</sup> Zur Rechtfertigungsbedürftigkeit der Zurechnung vgl. *Bork*, ZGR 1994, 237, 239 f.; *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 33 ff.

<sup>29</sup> *Zimmer/Steinhaeuser*, in: KMRK, §§ 97, 98 WpHG Rn. 67. Selbst Vertreter der sog. Organtheorie gehen davon aus, dass es natürlicher Personen bedarf, damit eine Gesellschaft handlungsfähig ist, vgl. *Beuthien*, in: FS Zöllner, Bd. 1, S. 87, 95 f.; *Guski*, ZHR 184 (2020), 363, 377.

Sind etwa für die Gesellschaft AG sowohl der Vorstand V als auch der Mitarbeiter M tätig und ist ein Umstand nur für M ein Innenumstand, hängt es von der eingenommenen Perspektive ab, welche Voraussetzungen an welche Person im Unternehmen zu stellen sind, um wissensabhängige Rechtsfolgen gegenüber der Gesellschaft herzuleiten. Entweder man bedient sich der ersten Möglichkeit und nimmt die Sicht des M ein, für den der infrage stehende Umstand ein Innenumstand ist. Dann ist nach Zurechnungskriterien zu suchen, die es rechtfertigen, den Innenumstand für M rechtlich als Innenumstand der AG zu fingieren. Insoweit unterscheidet sich das Instrumentarium nicht von jenem, das auf das Verhältnis der natürlichen Personen A und B angewandt wurde. Erfüllt etwa M alle Anforderungen an einen Vertreter der AG, besteht ein Vertretungsverhältnis zwischen ihm und der Gesellschaft, das es rechtfertigt, seine Beziehung zu dem Umstand auf die juristische Person überzuleiten.<sup>30</sup> Unter Rückgriff auf die zweite Möglichkeit kann aber auch der Blickwinkel des V eingenommen werden, für den das infrage stehende Ereignis nur ein Außenumstand ist. Dann muss aber erstens – wie bei natürlichen Personen – untersucht werden, ob die betrachtete Vorschrift Rechtsfolgen auch an Außenumstände knüpft. Nur wenn dies der Fall sein sollte – andernfalls bliebe dieser Weg versperrt – bedarf es bei juristischen Personen immer auch der Zurechnung, die den Außenumstand für V als Außenumstand der AG fingiert.

Im Unterschied zu der Konstellation der natürlichen Personen A und B führt bei juristischen Personen ein erweitertes Verständnis des Wissensbegriffs also nicht zu einem vollständigen Verzicht auf Zurechnungsvoraussetzungen. Dennoch sinken die mit einer Zurechnung verbundenen Anforderungen, je weiter der Begriff des „Wissens“ interpretiert wird. Denn zum einen steigt die Anzahl der Personen, an die angeknüpft werden kann, um ihre Beziehung im Zurechnungswege als Beziehung der Gesellschaft anzuerkennen: Während ausschließlich an M angeknüpft werden kann, wenn einzig Innenumstände rechtlich relevant sind, eignen sich sowohl M als auch V, wenn einer Regelung zu entnehmen ist, dass auch auf Außenumstände abgestellt werden darf. Die Implikationen nehmen ein deutlich größeres Ausmaß an, wenn – wie in Kapitalgesellschaften üblich – nicht nur V und M, sondern die Führungskräfte  $V_{1-10}$  und die Mitarbeiter  $M_{1-1000+X}$  beschäftigt sind und der Umstand damit für weitaus mehr Personen ein Außen- und kein Innenumstand ist. Zum anderen unterscheiden sich die Zurechnungsvoraussetzungen qualitativ, je nachdem welche Perspektive eingenommen werden darf. So sind die Zurechnungshürden in Bezug auf den Vorstand regelmäßig niedriger, da dieser die juristische Person in jeder Hinsicht vertritt,<sup>31</sup> als hinsichtlich nachgeordneter Mitarbeiter, die – wenn überhaupt – nur in einem bestimmten Gebiet nach außen für das Unternehmen tätig werden. Ein weit verstandenes „Wissen“ führt damit im Falle von Gesellschaften ebenfalls dazu, dass es weniger auf Zurechnungsvoraussetzungen ankommt. Dadurch verliert die Zurechnung auch für juristische Personen ihre Abschirmungs-

<sup>30</sup> Zur Wissenszurechnung nachgeordneter Mitarbeiter im rechtsgeschäftlichen Bereich Taupitz, *Karlsruher Forum* 1994, 16, 19 ff.; *Worthington*, 133 L. Q. R. (2017), 118, 131 ff.

<sup>31</sup> Vgl. etwa § 78 AktG (Deutschland); Sec. 40 Companies Act 2006 (England).



funktion. Angesichts der Anzahl der natürlichen Personen, auf die im Wege eines weiten Wissensverständnisses abgestellt werden kann, ist auch hier stets im Hinblick auf die konkrete Vorschrift zu hinterfragen, inwieweit eine solche Ausweitung der Rechtsfolgen gerechtfertigt ist.

### III. Normativität des Wissensbegriffs

#### 1. Auslegung anhand normativer Vorgaben

Wegen der Relativität des Wissensbegriffs ist es umso wichtiger, rechtliche Kriterien zu entwickeln, um beurteilen zu können, in welchem Kontext welcher Betrachtungswinkel eingenommen werden darf und welcher nicht. Dies hängt davon ab, welche Reichweite dem Wissen in einer bestimmten Konstellation, ausgedrückt in den Grundbegriffen der Innen- und Außenumstände, zukommt. Um auch diese Frage beantworten zu können, ist zu untersuchen, aus welchen Gründen Beziehungen zwischen Person und Umstand eine gewisse Intensität aufweisen müssen, um in einem konkreten Fall als „Wissen“ bezeichnet zu werden. Damit erlangt der Wissensbegriff schließlich eine normative Dimension.<sup>32</sup>

Detaillierte normative Vorgaben lassen sich etwa Umschreibungen entnehmen, die explizit ausbuchstabieren, welche Arten von Innen- und Außenumständen als Wissen anzusehen sind. Für die Zwecke eines „constructive trusteeship“ im englischen Recht definiert etwa Gibson J. in *Baden v Société Générale*<sup>33</sup> das Wissen als „(i) actual knowledge; (ii) wilfully shutting one's eyes to the obvious; (iii) wilfully and recklessly failing to make such inquiries as an honest and reasonable man would make; (iv) knowledge of circumstances which would indicate the facts to an honest and reasonable man; (v) knowledge of circumstances which would put an honest and reasonable man on inquiry“.<sup>34</sup> Insoweit ist ersichtlich, dass sich der Wissensbegriff in diesem Zusammenhang jedenfalls auf die in (ii)–(v) enumerierten Außenumstände bezieht. Aber auch im Rahmen dieser scheinbar präzisen Definition bleibt etwa offen, ob von dem unter (i) aufgeführten „actual knowledge“ nur Vorstellungsumstände oder auch Gedächtnisumstände umfasst sein sollen.<sup>35</sup> Dies kann der Aussage von Gibson J. aber implizit entnommen werden: Während das Attribut „actual“ zwar dazu tendieren lässt, nur Vorstellungsumstände miteinzubeziehen, zeigt der Vergleich zu den übrigen Varianten (ii)–(v), dass sich das „(i) actual knowledge“ auch auf Gedächtnisumstände beziehen muss. Denn es würde einen logischen Bruch darstellen, Gedächtnisumstände aus dem Wissensbegriff auszuklammern, jedoch die in (ii)–(v) umschriebenen Außenumstände, die eine weniger

<sup>32</sup> So auch *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 5; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 8.

<sup>33</sup> [1993] 1 W.L.R. 509.

<sup>34</sup> [1993] 1 W.L.R. 509, Rn. 250.

<sup>35</sup> Vgl. zu den Begriffen der Vorstellungs- und Gedächtnisumstände § 6 B. I. 2.



intensive Beziehung zwischen Person und Umstand aufweisen, als Kenntnis anzuerkennen.

Ein anderes Beispiel sei dem australischen Gesellschaftsrecht entnommen. Nach Section 1042G des australischen Corporation Act (ACA) ist das Wissen einer Gesellschaft die Kenntnis eines Mitglieds der Führungsebene.<sup>36</sup> Damit ist jedenfalls festgestellt, dass nur an die Perspektive von Führungskräften und nicht etwa an jene von Mitarbeitern unterer Hierarchieebenen angeknüpft werden darf, um wissensabhängige Rechtsfolgen gegenüber der Korporation herbeizuführen. In dem oben eingeführten Beispiel der Gesellschaft AG mit den Mitarbeitern M und V dürfte nach Section 1042G ACA daher nur auf V, nicht aber auf M abgestellt werden, um ein „Wissen“ der AG zu begründen. Offengelassen wird hingegen, ob der relevante Umstand für die Führungskraft ein Innenumstand sein muss oder ob er auch bestimmte Arten von Außenumständen umfassen kann. So ist einerseits denkbar, dass mit Wissen in diesem Sinne nur Vorstellungs- und Gedächtnisumstände gemeint sind, andererseits ist aber nicht auszuschließen, dass – wie in *Baden v Société Générale* – auch bestimmte Arten von Außenumständen erfasst sein sollen. Zu solchen Außenumständen können etwa Informationen gehören, die zwar nicht im Gedächtnis der Führungsperson, dafür aber auf ihrem Rechner gespeichert sind, auf den sie sich unschwer Zugriff verschaffen kann. Und begründet man die Kenntnis von Umständen mit der Erwägung, die Führungsperson könne mithilfe eines Verhaltens – etwa durch das Öffnen des entsprechenden Dateiordners auf ihrem Rechner – einen Außenumstand in einen Innenumstand umwandeln, ist ebenfalls zu untersuchen, ob nicht auch weitergehende Verhaltensweisen – wie etwa zu errichtende Informationsweiterleitungs- und Informationsbeschaffungssysteme – als Kenntnis begriffen werden sollten.

Einen Anhaltspunkt dafür, wie der Wissensbegriff in Section 1042G ACA zu interpretieren ist, bietet der systematische Vergleich zu den australischen Regelungen über die Ad-Hoc-Publizität von Kapitalgesellschaften. Während Section 1042G ACA etwa im Zusammenhang mit dem australischen Tatbestand des Insiderhandels angewandt wird,<sup>37</sup> enthalten die australischen Vorschriften zur Ad-Hoc-Publizitätspflicht spezielle Vorgaben zu dem „Wissen“ eines Emittenten.<sup>38</sup> Für die Zwecke der Ad-Hoc-Publizitätspflicht gem. Section 3.1 der australischen Listing Rules (LR-ASX) werden unter der Kenntnis des Emittenten solche Informationen verstanden, die ein Mitglied der Führungsebene besitzt oder vernünftigerweise in Verrichtung seiner Tätigkeit besitzen sollte („has or ought reasonably to have come into pos-

---

<sup>36</sup> Sec. 1042G ACA: „a body corporate is taken to possess any information which an officer of the body corporate possesses and which came into his or her possession in the course of the performance of duties as such an officer“.

<sup>37</sup> *Overland*, 3 Macquarie J. Bus. L. (2006), 241 ff.

<sup>38</sup> So ist ein Emittent in Australien ausdrücklich nur dann zur Veröffentlichung kursrelevanter Informationen verpflichtet, wenn er von der Information Kenntnis hat („is or becomes aware of any information“), vgl. Sec. 3.1 LR-ASX.

session“), vgl. Section 19.12 LR-ASX.<sup>39</sup> Es sind also nicht nur Innumstände, sondern jedenfalls auch Außenumstände gemeint. Ähnliche Ausformungen des Wissensbegriffs teilen auch die Kapitalmarktinformationsregelungen in Neuseeland<sup>40</sup> und Hong-Kong.<sup>41</sup>

Damit steht fest, dass der weiter auszulegende Kenntnisbegriff im Rahmen der Kapitalmarktinformationspflicht dieser Rechtsordnungen jedenfalls auch Arten von Außenumständen erfasst. Es ist aber noch nicht entschieden, welche konkreten Außenumstände – nur die leicht oder auch die schwer beschaffbaren Umstände – zur Kenntnis eines Emittenten zu zählen sind. Dies wird davon abhängen, wie der Passus „ought reasonably to have come into possession“ zu verstehen ist. Umgekehrt bedeutet die Ausweitung des Kenntnisbegriffs bei der australischen Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Section 3.1 LR-ASX nicht, dass der enger auszulegende Wissensbegriff der Section 1042G ACA überhaupt keine Elemente von Außenumständen aufweist. So ist es möglich, dass die Kenntnis i. S. d. Section 1042G ACA Innumstände und in sehr begrenztem Maße auch Außenumstände umfasst, während der Kenntnisbegriff der Section 19.12 LR-ASX auf noch weitergehende Außenumstände Bezug nimmt.<sup>42</sup> Die Definitionen in *Baden v Société Générale*, der Section 1042 ACA und der Section 3.1 i. V. m. 19.12. LR-ASX zeigen also, dass stets im Auslegungswege ermittelt werden muss, welche Umstände als Wissen in einer konkreten Konstellation anzusehen sind und welche nicht.

## 2. Maßgeblichkeit des Zwecks eines Wissenserfordernisses

Verbleibende Unklarheiten können nur unter Berücksichtigung des Zwecks der jeweiligen Vorschriften behoben werden. Im Hinblick auf Section 3.1 i. V. m. 19.12 LR-ASX führen die ASX-Leitlinien etwa aus, dass das Management ohne eine Ausweitung auf Außenumstände den Anreiz hätte, sich vor relevanten Informationen

---

<sup>39</sup> Sec. 19.12 LR-ASX: „an entity becomes aware of information if, and as soon as, an officer of the entity (or, in the case of a trust, an officer of the responsible entity) has or ought reasonably to have come into possession of the information in the course of their performance of their duties as an officer of that entity“.

<sup>40</sup> Part A (Definitions) LR-NZX: „an issuer becomes aware of information if, and as soon as a Director or a Senior Manager of the Issuer has, or ought reasonably to have, come into possession of the information in the course of the performance of their duties“. Vgl. zur Ad-Hoc-Publizitätspflicht Sec. 3.1 LR-NZX.

<sup>41</sup> Sec. 307B. Subsec. 2 Securities and Futures Ordinance (SFO): „inside information has come to the knowledge of a listed corporation if information has or ought reasonably come to the knowledge of an officer of the corporation in the course of performing functions as an officer of the corporation“.

<sup>42</sup> Vgl. insb. ASX-Guidance Note 8, Sec. 4.4 Fn. 36: „This definition is based on section 1042G, although that section only captures information that an officer actually knows and does not extend to information that an officer ought reasonably to know“.

abzuschirmen.<sup>43</sup> Der Wissensbegriff soll also deshalb auf Außenumstände erweitert werden, um dem Emittenten den Einwand abzuschneiden, die Führungskräfte hätten eine Information nicht tatsächlich wahrgenommen. Wenn das der Grund sein soll, um ein Wissen der Führungskräfte auch auf Außenumstände zu erstrecken, liegt es nahe, den Wissensbegriff nur insoweit zu erweitern, wie es erforderlich ist, der anvisierten Abschottung vor Informationen zu begegnen. Vor diesem Hintergrund ist es aber nur erforderlich, solche Außenumstände in den Kenntnisbegriff miteinzubeziehen, die der Führungskraft normalerweise entgegenkommen, nicht aber solche, nach denen sie aktiv suchen muss.<sup>44</sup> Denn sich vor Informationen verschließen kann sich nur, wem die Information andernfalls ohne sein Zutun zugeflossen wäre. Dementsprechend stellen die ASX-Leitlinien nicht auf Außenumstände jeglicher Art ab, sondern nur auf solche, die eine andere Person im Unternehmen tatsächlich wahrgenommen hat und die der Manager in Verrichtung seiner Tätigkeit vernünftigerweise erlangt.<sup>45</sup>

Besondere Relevanz erhält eine zweckorientierte Ermittlung des Wissens in solchen Fällen, in denen der Gesetzgeber überhaupt nicht ausbuchstabiert, was er genau unter der Voraussetzung des „Wissens“ versteht. Beispielsweise knüpft die Ad-Hoc-Publizitätspflicht sowohl in der Schweiz als auch in Singapur an die „Kenntnis“ des Emittenten an, ohne aber auszuführen, was genau unter dieses Tatbestandsmerkmal gefasst werden soll.<sup>46</sup> Nicht nur bleibt ungewiss, inwieweit Innen- und Außenumstände relevant sind; es wird auch offen gelassen, an die Beziehung welcher Unternehmensangehörigen zu dem relevanten Umstand für die Zwecke einer Zurechnung angeknüpft werden darf.<sup>47</sup> Noch weiteren Interpretati-

<sup>43</sup> ASX-Guidance Note 8, Rn. 4.4: „Without this extension, an entity would be able to avoid or delay its continuous disclosure obligations by the simple expedient of not bringing market sensitive information to the attention of its officer in a timely manner“.

<sup>44</sup> Ähnlich etwa *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 20 mit Fn. 44, die nur die Informationsweiterleitung, nicht aber die Informationsabfrage mit einem Wissen des Emittenten verbinden.

<sup>45</sup> ASX-Guidance Note 8, Rn. 4.4: „The extension of an entity’s awareness beyond the information the officers in fact know to information that its officers „ought reasonably have come into possession of“ effectively deems an entity to be aware of information *if it is known by anyone within the entity* and it is of such significance that it *ought reasonably to have been brought to the attention of an officer of the entity in the normal course of performing their duties as an officer*“ (Hervorhebung durch Verfasser). Nichts anderes ergibt sich aus dem Verweis auf die im australischen *Case Law* allgemein entwickelten Wissensorganisationspflichten (ASX-Guidance Note 8, Rn. 4.4 Fn. 39, 347), da die Erweiterung des Wissensbegriffs im Rahmen der Ad-Hoc-Pflicht, die allgemeinen Wissensorganisationspflichten nur untermauern (*buttress*), aber nicht unbedingt vollständig abbilden soll.

<sup>46</sup> Sec. 703 RB-SGX: „An issuer must announce any information known to the issuer concerning it“. Art. 53 Abs. 2 KR: „Der Emittent informiert, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat“.

<sup>47</sup> Vgl. zur Schweiz *Böckli*, Schweizer Aktienrecht, § 7 Rn. 108: „Die ereignisbezogene Publizität kann ausschließlich beim Wissen im Bereich der *Geschäftsführung* ansetzen“. Gleichzeitig deutet *Böckli* an, dass die Weitergabe von Informationen in horizontaler wie auch vertikaler Richtung „zu ordnen ist“. Vgl. auch Kommentar zur RLApP vom 29.10.2008 (überarbeitete Fassung vom 1.11.2011), Art. 5 Rn. 93 ff.: Kenntnis der Tatsache liegt vor, wenn

onsspielraum lässt schließlich Art. 17 Abs. 1 MAR zu, der noch nicht einmal die Kenntnis des Emittenten ausdrücklich erwähnt.

Wie bereits im Abschnitt zur Relativität des Wissensbegriffs dargelegt worden ist,<sup>48</sup> ist insbesondere im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR dem Versuch zu widerstehen, die Kenntnisbegriffe aus anderen Rechtsordnungen auf die unionsrechtliche Ad-Hoc-Publizität zu übertragen. So kann etwa aus den Vorgaben der Section 3.1 i. V.m. 19.12 LR-ASX<sup>49</sup> nicht darauf geschlossen werden, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR entsteht, wenn ein Vorstandsmitglied von der Insiderinformation unter normalen Umständen erfahren müsste.<sup>50</sup> Andernfalls würde man zunächst unbeachtet lassen, dass der australische Gesetzgeber Organisationspflichten bewusst mit dem Instrument der Veröffentlichungspflicht regeln wollte,<sup>51</sup> während den Ausführungen des europäischen Gesetzgebers solche Bestrebungen nicht zu entnehmen sind.<sup>52</sup> Dadurch wäre die Rechtssicherheit eines Emittenten, der etwaige organisatorische Vorkehrungen im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR vornehmen müsste, in größerem Maße betroffen als eines Emittenten, der Section 3.1 LR-ASX unterliegt.<sup>53</sup> Vielmehr sieht der europäische Gesetzgeber Organisationsanforderungen in anderen Regelungen vor.<sup>54</sup>

Insbesondere setzt der Ausschluss der Veröffentlichungspflicht nach Section 3.1 A LR-ASX – anders als Art. 17 Abs. 4 MAR – keinen Beschluss des Emittenten voraus und ist damit als Legalausnahme konzipiert.<sup>55</sup> Das heißt, die Haftung eines Emittenten ist unter den Voraussetzungen der Section 3.1 A LR-ASX auch dann ausgeschlossen, wenn die Führungsebene noch nicht von der kursrelevanten Tatsache weiß, sofern das Geheimhaltungsinteresse vorliegt. Dagegen tritt die Befreiungswirkung des Art. 17 Abs. 4 MAR auch bei bestehendem Geheimhaltungsinter-

---

das erforderliche Wissen im Bereich der Geschäftsführung oder bei einem nicht exekutiven Verwaltungsrat vorhanden ist; Wissen wichtige Personen wegen mangelhafter interner Organisation nicht, was sie eigentlich wissen müssten, so kann aufgrund von Organisationsverschulden eine Verletzung von Art. 53 KR vorliegen; hierzu *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 3. Aufl. (Altaufg.) 2010, § 10 Rn. 361. Dabei ist die Wissenszurechnung kraft Organisation aber auf solche Fälle beschränkt, in denen die Wahrnehmung der Ad-Hoc-Publizität delegiert worden ist, vgl. Entscheidung der Sanktionskommission (Schweiz) vom 16. April 2009, SaKo 2009 – AHP/MP-II/08, Rn. 4. Zur Wissenszurechnung kraft Delegation vgl. § 11 B. II. 2.

<sup>48</sup> Vgl. § 6 B. II.

<sup>49</sup> Vgl. auch Part A (Definitions) LR-NZX oder Sec. 307B. Subsec. 2 SFO.

<sup>50</sup> So aber *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 67.

<sup>51</sup> ASX, Guidance Note 8, Sec. 4.4 mit Fn. 39 und Fn. 347.

<sup>52</sup> Eingehend § 4 C. II. 5.

<sup>53</sup> Vgl. die umfangreichen Hinweise in der ASX-Guidance Note 8, Sec. 4.4. und insb. Annexure C (Guidance on compliance policies). Zur Relevanz von Rechtsunsicherheit vgl. § 4 B. I. 5.

<sup>54</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 277, 280 unter Verweis auf Art. 16 MiFID II, Art. 21 ff. DelVO (EU) 565/2017 und Art. 76 ff. CRD IV; eingehend § 4 C. II. 5.

<sup>55</sup> So auch Sec. 3.1.2 LR-NZX.

teresse erst ein, wenn ein entsprechender Beschluss gefasst worden ist,<sup>56</sup> der die Kenntnis der dafür verantwortlichen Personen – regelmäßig der Führungsebene – verlangt.<sup>57</sup> Wenn man den Kenntnisbegriff der Section 3.1 i. V. m. 19.12 LR-ASX auf Art. 17 MAR übertragen würde, wäre ein Emittent nach Art. 17 MAR demnach größeren Haftungsrisiken ausgesetzt als ein Emittent nach Section 3.1 LR-ASX.

Diese Erwägungen verdeutlichen nochmals, dass ein Wissen im Sinne einer Vorschrift kein Wissen im Sinne einer anderen Vorschrift impliziert (Funktionalität) und dass stets im Zusammenhang mit dem konkreten Normgefüge zu ermitteln ist, was unter einem Wissen zu verstehen ist (Normativität). Dies hat Auswirkungen darauf, auf welche natürlichen Personen abgestellt werden darf, um ein Wissen einer juristischen Person zu begründen (Relativität).

## C. Konsequenzen für den Umgang mit dem Wissensbegriff

### I. Wissen und Wissenmüssen

#### 1. Begriffliche Unterscheidung durch den Gesetzgeber

Anhand der vorstehenden Grundsätze kann nunmehr untersucht werden, in welchen Kategorien der europäische Gesetzgeber denkt, wenn er kognitive Zustände eines Normadressaten bestimmt. Das ist vorliegend deshalb relevant, weil es Stimmen gibt, die den Entstehungszeitpunkt der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR davon abhängig machen, dass der Emittent von einer Insiderinformation weiß oder wissen muss.<sup>58</sup> Auch hat sich gezeigt, dass die Grenzen zwischen beiden kognitiven Zuständen verschwimmen können, wenn sie mit Wissensorganisationspflichten in Verbindung gebracht werden.<sup>59</sup> Um zu entscheiden, ob im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR auf ein Wissen oder ein Wissenmüssen abgestellt werden kann, muss zunächst erörtert werden, inwieweit dem Verordnungsgeber diese Kategorien geläufig sind, und wodurch sie sich gegebenenfalls voneinander unterscheiden.

Einen ersten Anhaltspunkt dafür, unter welchen Voraussetzungen eine Rechtsordnung von einem „Wissen“ oder einem „Wissenmüssen“ spricht, bieten die Be-

<sup>56</sup> Vgl. vgl. ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9.2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 421; *J. Koch*, in: FS Köndgen, S. 329, 337; *Krause*, CCZ 2014, 248, 255; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043; v. d. *Linden*, DStR 2016, 1036, 1038; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 600; *Veil*, ZBB 2014, 85, 93; zweifelnd weiterhin *Klöhn*, AG 2016, 423, 431. So auch in der Schweiz, vgl. *Ryser/Weber*, SZW/RSDA 2012, 85, 88, wodurch sich der dort eng gefasste Wissensbegriff erklärt, dazu *Böckli*, Schweizer Aktienrecht, § 7 Rn. 108.

<sup>57</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 32; *J. Koch*, AG 2019, 273, 279 f.

<sup>58</sup> Vgl. § 2 A., B. II.

<sup>59</sup> Vgl. § 3 A.

griffe, mithilfe derer der Gesetzgeber die unterschiedlichen Beziehungen zwischen Person und Umstand umschreibt. Bereits innerhalb der MAR teilt das Unionsrecht das Wissen<sup>60</sup> und das Wissenmüssen<sup>61</sup> in zwei verschiedene Kategorien und fordert den Rechtsanwender damit heraus, zwischen diesen beiden Begriffen zu unterscheiden.<sup>62</sup> Auch im Rahmen von kapitalmarktrelevanten Publizitätspflichten, die nicht in der MAR geregelt sind, differenziert der europäische Gesetzgeber strikt zwischen der Kenntnis und dem Kennenmüssen von der relevanten Information.<sup>63</sup> Dies mag auch nicht verwundern, als diese Abstufung sämtlichen Rechtsordnungen geläufig ist, und zwar bei der Auslegung sowohl des nationalen als auch des europäischen Rechts.<sup>64</sup> Dieses Repertoire macht sich der Unionsgesetzgeber zu Eigen.<sup>65</sup>

Eine Differenzierung zwischen einem Wissen und einem Wissenmüssen ergibt sich nicht nur aus systematischen, sondern auch aus normlogischen Gesichtspunkten.<sup>66</sup> Der Zustand des Wissenmüssens zeichnet sich gerade dadurch aus, dass die Beziehung einer Person zu einem Umstand so beschaffen ist, dass sich das infrage stehende Ereignis weder in der aktuellen Vorstellung noch im Gedächtnis der Person befindet. Es handelt sich demnach jedenfalls um Außenumstände. Ansonsten könnte man der Person nicht vorwerfen, sie hätte es unterlassen, den Umstand infolge eines nach außen sichtbaren Verhaltens ihrer aktuellen Vorstellung und ihrem Gedächtnis zuzuführen. Würde man aber den Zustand des Wissenmüssens mit dem Zustand des Wissens gleichsetzen, wäre der erstgenannten Variante des Wissenmüssens jeglicher Regelungsgehalt entzogen, da der Appell, den Außenumstand in einen Innenumstand umzuwandeln, bereits in der Kategorie des Wissens enthalten wäre. Beispielsweise hätte sich der europäische Gesetzgeber dann insbesondere in Art. 12 Abs. 2 RL 2004/109/EG auf die Voraussetzung des „Wissens“ beschränken können und hätte nicht noch die Variante aufführen brauchen, dass die Mitteilungspflicht auch dann eintritt, wenn der Normadressat „unter den gegebenen Umständen davon hätte Kenntnis erhalten müssen“. Letztlich würde man, indem man die Begriffe des Wissens und des Wissenmüssens vermengt, die gesetzgeberische Intention ignorieren, in bestimmten Fällen auf ein Wissenmüssen abzustellen und den Normadressaten damit zu verpflichten, aus einem Außenumstand mithilfe einer Handlung einen Innenumstand zu

<sup>60</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 1, Art. 9 Abs. 5, Art. 10 Abs. 1 MAR.

<sup>61</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 3, Abs. 4 UAbs. 2, Art. 10 Abs. 2, Art. 12 Abs. 1 lit. c und d MAR; s. auch Erwägungsgründe Nr. 26 und Nr. 54 MAR.

<sup>62</sup> Hansen, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.8.143.

<sup>63</sup> Vgl. Art. 12 Abs. 2 RL 2004/109/EG.

<sup>64</sup> Vgl. etwa *White (A.P.) v White and The Motor Insurers Bureau* [2001] 2 C.M.L.R. 1, Rn. 55 (per Hobhouse LJ) bei Auslegung der kenntnisabhängigen RL 84/5: „knew does not cover inadvertence“; *Compania Maritima San Basilio S.A. v Oceanus Mutual Underwriting Association (The Eurysthenes)* [1977] 1 QB 49, 68 (per Lord Denning): „Negligence in not knowing the truth is not equivalent to knowledge of it“.

<sup>65</sup> Schwartz, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 4.

<sup>66</sup> Vgl. auch Engels, Unternehmensvorsatz und Unternehmensschuld, S. 34; Hansen, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.8.144.

kreieren,<sup>67</sup> in anderen Situationen aber ausschließlich einen bereits bestehenden kognitiven Zustand und keine Handlungsanweisung zu fordern.<sup>68</sup>

Wird nicht hinreichend zwischen einem Wissen und einem Wissenmüssen des Normadressaten unterschieden, ist es möglich, dass zweifelhafte Schlussfolgerungen im Zusammenhang mit kognitiven Voraussetzungen einer Vorschrift gezogen werden. So versucht etwa das LG Stuttgart in seinem Vorlagebeschluss vom 28. 2. 2017 aus Vorschriften über die Beteiligungspublizität ein fehlendes Kenntniserfordernis im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität zu folgern.<sup>69</sup> Nach Aussage des LG Stuttgart beginnt die Mitteilungsfrist über die eigene Beteiligung nach § 21 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. (jetzt § 33 Abs. 1 Satz 3 WpHG) und nach Art. 12 RL 2004/109/EG, „wenn der Meldepflichtige von dem meldepflichtigen Tatbestand Kenntnis hat“.<sup>70</sup> Hieraus folge im Umkehrschluss, dass die Ad-Hoc-Publizität keine Kenntnis des Emittenten voraussetze, da der Gesetzgeber das Kenntniserfordernis andernfalls auch in den Normtext des § 15 Abs. 1 WpHG a.F. (jetzt Art. 17 Abs. 1 MAR) aufgenommen hätte.<sup>71</sup> Wie gesehen, setzt die Mitteilungspflicht über die eigene Beteiligung aber nicht erst mit positiver Kenntnis, sondern bereits in dem Zeitpunkt ein, in dem der Meldepflichtige von den relevanten Umständen „hätte Kenntnis erhalten müssen“. § 21 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. (jetzt § 33 Abs. 1 Satz 3 WpHG) und Art. 12 Abs. 2 RL 2004/109/EG knüpfen demnach nicht nur an die positive Kenntnis, sondern auch an ein Kennenmüssen an. Die letztgenannte Alternative des Kennenmüssens ließ das LG Stuttgart aber unerwähnt.

Dementsprechend ist auch der Rückschluss des LG Stuttgart auf ein fehlendes Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR nicht zwingend. So kann in gleichem Maße ein Schluss in die andere Richtung gezogen werden:<sup>72</sup> Der Gesetzgeber erwähnt das Wissen und das Wissenmüssen im Rahmen von Mitteilungspflichten überhaupt nur dann, wenn er den Zeitpunkt ihrer Entstehung auch auf das Wissenmüssen erstrecken will. Dagegen hält er es bei Mitteilungspflichten, die er ausschließlich auf die positive Kenntnis beschränken will, für obsolet, das Kenntniserfordernis ausdrücklich aufzunehmen, da sich dieses bereits aus dem Gebot der Mitteilung ergibt. Ein Umkehrschluss käme demnach – wenn überhaupt – nur dann

---

<sup>67</sup> Vgl. *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 66 „[...] Entstehung einer Sorgfaltspflicht [...], die auf die Gewinnung der Kenntnis durch Ausmerken, Nachdenken und Nachforschen gerichtet wäre“.

<sup>68</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 97; v. *Thur*, Der allgemeine Teil, 2. Bd., 1. Hälfte, S. 127 mit Fn. 19: „Der Eintritt der Kenntnis ist keine Handlung, sondern ein psychologischer Vorgang“.

<sup>69</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451.

<sup>70</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 158.

<sup>71</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 158; zuvor auch *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 117 f.; s. auch *Gäßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 106 f.; *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 134 f. Beachte den gegenläufigen Schluss bei *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385.

<sup>72</sup> So auch *Schmolke*, AG 2016, 434, 443 zu Art. 12 MAR m. w. N.



infrage, wenn auf Vorschriften verwiesen wird, die ausschließlich die positive Kenntnis erwähnen.<sup>73</sup>

## 2. Sorgfaltsmaßstab beim Wissenmüssen

Mit der Unterscheidung zwischen einem Wissen und einem Wissenmüssen ist noch nicht die Frage beantwortet, welcher Maßstab an das Verhalten des Verpflichteten zu stellen ist, wenn von einem Wissenmüssen die Rede ist. In der Tat wird die Bedeutung des Wissenmüssens vom Unionsgesetzgeber nicht weiter präzisiert.<sup>74</sup> Fest steht jedenfalls, dass dieser autonome Begriff des Unionsrechts nicht mithilfe nationaler Vorschriften wie etwa dem § 122 Abs. 2 des deutschen BGB ausgefüllt werden darf. Hingegen bieten die Ausführungen von Lord Scott in der englischen Entscheidung des House of Lords in Sachen *White (A. P.) v White and The Motor Insurers Bureau* einen ersten Anhaltspunkt für eine unionsrechtliche Ausgestaltung des geforderten Maßstabs. Denn die Ausführungen beziehen sich auf die Auslegung des kognitiven Elements im Rahmen der europarechtlichen Vorschrift des Art. 1 Abs. 4 RL 84/5/EG:<sup>75</sup>

„Can the expression ‚ought to have known‘ be construed so as to exclude negligence? In my opinion, it cannot. [...] The expression ‚ought to have known‘ is a very common one in our law. It is used time and time again in a great variety of factual situations and legal claims. I do not think it is in the least ambiguous. It is always, in my experience, taken to connote negligence.“

Damit einhergehend wird unter einem Wissenmüssen nicht nur im kapitalmarktrechtlichen Kontext der MAR,<sup>76</sup> sondern auch im europäischen Kartellrecht<sup>77</sup> und in anderen unionalen Zusammenhängen<sup>78</sup> eine Unkenntnis verstanden, die auf Fahrlässigkeit beruht.

Vor diesem Hintergrund bestätigt sich letztlich der normative Unterschied und das Verhältnis zwischen dem Wissen und dem Wissenmüssen aus Sicht des europäischen Gesetzgebers: Indem er den Sorgfaltsmaßstab der Fahrlässigkeit an den Zustand der *Unkenntnis* knüpft, ergibt sich im Umkehrschluss, dass eben noch keine *Kenntnis* eingetreten ist, sondern erst erreicht werden muss. Hieran zeigt sich nochmals, dass

<sup>73</sup> Zum systematischen Vergleich zu Art. 8 und 10 MAR vgl. § 8 B. II.

<sup>74</sup> Vgl. etwa *Teigelack*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 13 Rn. 54.

<sup>75</sup> [2001] 2 C. M. L. R. 1, Rn. 55. Gegenstand der RL 84/5/EG war die Sicherstellung eines Mindestschutzes für die Opfer von Verkehrsunfällen. Nach Art. 1 Abs. 4 RL 84/5/EG war das Opfer aber ausnahmsweise nicht schutzwürdig, wenn es positiv wusste („knew“), dass der Fahrer nicht versichert war.

<sup>76</sup> *Schmolke*, in: Klöhn, MAR, Art. 12 Rn. 269 mit Fn. 566; *Schmolke* AG 2016, 434, 442 f.; *de Schmidt*, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, § 20a Rn. 381.

<sup>77</sup> *Engels*, Unternehmensvorsatz und Unternehmensschuld, S. 26 m. w. N.

<sup>78</sup> Wie etwa im Rahmen der Richtlinie 85/577/EWG zum Verbraucherschutz im Falle von außerhalb von Geschäftsräumen geschlossenen Verträgen, vgl. EuGH, Ur. v. 25. 10. 2005, C-229/04, ECLI:EU:C:2005:640 – Crailsheimer Volksbank, NJW 2005, 3555.



sich das Wissen müssen nicht auf Innenumstände, sondern nur auf Außenumstände bezieht, die infolge einer gebotenen Handlung zu Innenumständen umgewandelt werden müssen. Dagegen sind unter dem Begriff des Wissens insoweit jedenfalls Innenumstände zu verstehen.

### 3. Rolle des „Blind-Eye-Knowledge“

Während ein Wissen müssen kein integraler Bestandteil des Wissens ist, gibt es eine weitere Kategorie, die zwischen beiden Polen liegt und aus Wertungsgesichtspunkten letztlich dem Wissen zuzuordnen ist. Konkret geht es darum, dass durch eine Begrenzung des Wissensbegriffs ausschließlich auf Innenumstände der Anreiz für die juristische Person entsteht, sich vor unliebsamen Informationen abzuschirmen.<sup>79</sup> Daher erläutert etwa Lord Denning in der Entscheidung des englischen Court of Appeal in Sachen *Compania Maritima San Basilio S.A. v Oceanus Mutual Underwriting Association (The Eurysthenes)*,<sup>80</sup> dass mit der positiven Kenntnis nicht nur das tatsächlich vorhandene Wissen in Form von Vorstellungs- und Gedächtnisumständen gemeint ist, sondern auch solche Außenumstände zu berücksichtigen sind, denen bewusst ein „blindes Auge“ zugewandt wird, sog. „blind-eye-knowledge“.<sup>81</sup> Auch der BGH setzt das „bewusste bzw. missbräuchliche Sich-Verschließen“ durchweg der Kenntnis gleich.<sup>82</sup> In diese Kategorie gehören auch die Konstellationen, in denen eine Person bewusst keine weiteren Nachforschungen anstellt, um einen bestimmten Umstand nicht wahrzunehmen.<sup>83</sup> Anknüpfungspunkt des *blind-eye-knowledge* ist damit nicht die Wahrnehmung der Information – sonst würde es sich um einen Innenumstand handeln – sondern das Bewusstsein darüber, dass die Wahrnehmung bevorsteht.

Entsprechend der Einordnung in die Kategorie des Wissens und nicht jener des Wissen müssen wird folgerichtig betont, dass ein „Sich-Verschließen“ nicht mit der

<sup>79</sup> Restatement of Agency, Third, Vol. 1, 2006, S. 361: „Imputation thus reduces the risk that a principal may deploy agents as a shield against the legal consequences of facts the principal would prefer not to know“; *DeMott*, 13 Duke J. Comp. Int'l Law (2003), 291, 297, 299.

<sup>80</sup> [1977] 1 QB 49.

<sup>81</sup> [1977] 1 QB 49, 68: „And, when I speak of knowledge, I mean not only positive knowledge, but also the sort of knowledge expressed in the phrase, turning a blind eye. If a man, suspicious of the truth, turns a blind eye to it, and refrains from inquiry – so that he should not know it for certain – then he is to be regarded as knowing the truth“.

<sup>82</sup> BGHZ 193, 67 zu § 199 Abs. 1 Nr. 2 BGB; BGHZ 190, 201 zu § 133 InsO; BGHZ 133, 246 zu § 819 BGB; BGH NJW 1989, 2879, 2881 zu § 123 Abs. 2 BGB; BGH NJW-RR 1988, 411, 412 und BGH NJW 1987, 3120 zu § 852 Abs. 1 BGB a.F.; BGHZ 32, 76 zu §§ 988, 990 Abs. 1 BGB.

<sup>83</sup> *Baden v Société Générale* [1993] 1 W.L.R. 509, Rn. 250; *Westminster CC v Croyalgrange Ltd* [1986] 2 All. E.R. 353, 359: „when knowledge on the part of a defendant is required to be proved, to base a finding of knowledge on evidence that the defendant had deliberately shut his eyes to the obvious or refrained from enquiry because he suspected the truth but did not want to have his suspicion confirmed“.

fahrlässigen Unkenntnis gleichzusetzen sei.<sup>84</sup> Vielmehr sei das „Sich-Verschließen“ vor Informationen ein notwendiges Element der Wissensdefinition, da andernfalls absolute Wissenskriterien bereits wegen Beweisschwierigkeiten nicht sinnvoll anzuwenden wären.<sup>85</sup> Auf diese Weise wird gleichzeitig dem Umstand Rechnung getragen, dass die effektive Durchsetzung von Unionsrecht die Möglichkeiten begrenzen muss, sich bei der Verteidigung auf subjektive Elemente zu stützen.<sup>86</sup> Denn indem man auch auf das *blind-eye-knowledge* abstellt, wird der Wissensbegriff ein Stück weit verobjektiviert,<sup>87</sup> da er auf einen eng begrenzten Bereich von Außen Umständen erweitert wird. Gleichzeitig ist damit auch gesagt, dass dem Anreiz eines Normadressaten, sich vor unliebsamen Informationen abzusichern, nicht gleich durch eine Ausweitung des Tatbestands auf fahrlässige Unkenntnis, sondern bereits durch eine weniger geringe Ausweitung auf das *blind-eye-knowledge* begegnet werden kann.

Somit erstreckt sich ein „Wissen“ im unionsrechtlichen Zusammenhang nicht nur auf Innenumstände, sondern umfasst auch bestimmte, sehr eng gefasste Arten von Außen Umständen in Form des *blind-eye-knowledge*. Unter einem Wissen müssen sind deshalb solche Außen Umstände zu verstehen, die sich außerhalb des *blind-eye-knowledge* bewegen. Gerade im Umgang mit dem Wissensbegriff im Zusammenhang mit juristischen Personen nimmt das *blind-eye-knowledge* eine zentrale Stellung ein, da das meiste in juristischen Personen vorhandene Wissen an Außen Umständen anknüpft, während Innenumstände nur eine untergeordnete Rolle spielen.<sup>88</sup>

#### 4. Verhältnis zwischen Wissenmüssen und Wissenkönnen

Da ebenfalls vertreten wird, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht nur dann entsteht, wenn der Emittent von einer Insiderinformation wissen musste, sondern auch dann, wenn er von ihr nur wissen konnte,<sup>89</sup> lohnt sich ein Blick darauf, wie sich ein Wissenmüssen von einem Wissenkönnen unterscheidet.<sup>90</sup> Verglichen mit dem Wissenmüssen beschreibt das Wissenkönnen eine noch weniger intensive Beziehung zwischen Person und Umstand. Denn insoweit wird nicht an den Sorgfaltsmaßstab der Fahrlässigkeit angeknüpft, sondern nur an die bloße *Möglichkeit*, einen Außen Umstand der aktuellen Vorstellung und dem Gedächtnis zuzuführen.

<sup>84</sup> [1977] 1 QB 49, 68: „This ‘turning a blind eye’, is far more blameworthy than mere negligence. Negligence in not knowing the truth is not equivalent to knowledge of it“; *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 69 ff.; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 175.

<sup>85</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 175.

<sup>86</sup> EuGH, Urt. v. 23. 12. 2009, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, Rn. 37 – Spector Photo, NZG 2010, 107.

<sup>87</sup> Vgl. hierzu *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 28 f., 69 ff.

<sup>88</sup> Vgl. bereits § 6 B. II. 2. und eingehend § 6 E.

<sup>89</sup> Vgl. § 2 B. I.

<sup>90</sup> Vgl. zu dieser Differenzierung auch *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 26 f.

Der sprachliche Unterschied, der zwischen der Anforderung des Wissenkönnens als Möglichkeit einerseits und der Voraussetzung eines fahrlässigkeitsbegründenden Wissenmüssens andererseits besteht, schlägt sich in der juristischen Beurteilung beider Merkmale nieder.<sup>91</sup> Wenn dem Normadressaten eine Verhaltensweise möglich ist, sagt dies noch nichts darüber aus, ob er sich fahrlässig verhalten hat, wenn er die infrage stehende Tätigkeit nicht ausgeführt hat. Denn der Fahrlässigkeitsvorwurf kann nur dann erhoben werden, wenn es über die bloße Möglichkeit hinaus auch der gebotenen Sorgfalt entsprochen hätte, sich anders zu verhalten. Dementsprechend kann sich der Normadressat nicht nur damit exkulpieren, dass die ihm auferlegte Verhaltensweise unmöglich war, sondern auch damit, dass er nicht fahrlässig, sondern sorgfältig gehandelt hat. Dagegen verbleibt ihm im Falle eines Wissenkönnens einzig die erstgenannte Alternative, sich auf die Unmöglichkeit zu berufen.

Die Unabhängigkeit von Wissenkönnen und Wissenmüssen zeigt sich ebenfalls in umgekehrter Richtung. Denn auch die Tatsache, dass es unmöglich geworden ist, eine Tätigkeit auszuführen, ist keine notwendige Bedingung dafür, dass der geforderte Sorgfaltsmaßstab eingehalten worden ist. So kann der Normadressat durch fahrlässiges Verhalten selbst dazu beigetragen haben, dass eine bestimmte Handlung unmöglich geworden ist. Ordnet man diese Erkenntnisse in die Differenzierung zwischen Innen- und Außenumständen ein, setzt der Maßstab des Wissenkönnens bei solchen Außenumständen an, bei denen man zu dem Ergebnis gelangen würde, dass es nicht fahrlässig ist, von der eigentlich möglichen Kenntniserlangung abzusehen.

## **II. Verhältnis zwischen Wissen, anderen subjektiven Elementen und Fahrlässigkeit**

### **1. Überblick**

Art. 17 Abs. 1 MAR erwähnt subjektive Tatbestandsmerkmale nicht explizit. Daher ist es im Ausgangspunkt denkbar, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht mit anderen einschränkenden Merkmalen als durch die bislang erörterten Kategorien des Wissens, des Wissenmüssens oder des Wissenkönnens in Verbindung gebracht wird. Daher ist es hilfreich, sich mit solch anderen Merkmalen vertraut zu machen, bevor mit der Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR begonnen wird. Zu denken ist dabei an Merkmale, bei denen es vorstellbar erscheint, dass sie auch im Unionsrecht angewandt werden könnten. Untersucht wird daher die im *Common Law* geläufige Voraussetzung der *mens rea* (2.), die völkerrechtliche Vorsatzdefinition des Art. 30 IStGH-Statut (3.) wie auch die Begriffe der *negligence* (4.) und des Eventualwissens (5.). Dabei ist nicht nur von Bedeutung, welcher Maßstab sich hinter diesen Merkmalen im Einzelnen verbirgt, sondern auch, welche Gemeinsamkeiten und Unterschiede sie zu den Kategorien des Wissens, des Wissenmüssens und des Wissenkönnens aufweisen.

<sup>91</sup> A. A. *Breuer*, Wissen, S. 33, der Wissenmüssen und objektive Möglichkeit gleichsetzt.

## 2. *Mens rea*

Die *mens rea* (oder auch die *guilty mind*) bezeichnet verschiedene subjektive Beziehungen einer Person zu einer bestimmten Tat,<sup>92</sup> wodurch die strafrechtliche Verantwortlichkeit im *Common Law* bestimmt wird.<sup>93</sup> Eine allgemeingültige Definition der *mens rea* gibt es nicht. Vielmehr kommen mehrere Spielarten in Betracht,<sup>94</sup> die teilweise Eingang in die Handhabung unionaler Vorschriften gefunden haben.<sup>95</sup>

Die intensivste Form der *mens rea* ist die sog. *intention*.<sup>96</sup> Darunter ist nicht nur die sog. *direct intention* zu verstehen, das heißt der Umstand, dass der Täter bezweckt, den tatbestandlichen Erfolg herbeizuführen, sondern auch die sog. *oblique intention*, das heißt die Situation, in der der Täter den tatbestandlichen Erfolg als notwendiges Zwischenziel ansieht.<sup>97</sup> Die *mens rea* in Form der *intention* ist im englischen Recht erforderlich, um die Strafbarkeit für einen Versuch oder für ein sehr schweres Delikt wie etwa für einen Mord zu begründen.<sup>98</sup> Eine weniger intensive Form der *mens rea* wird durch den Begriff des *knowledge* umschrieben. Das *knowledge* wird mithilfe der bereits behandelten Kategorien des *actual knowledge* (das heißt der Innenumstände) und des *blind-eye-knowledge* (das heißt der Außenumstände, denen man sich bewusst verschließt) ausgedrückt.<sup>99</sup> In diesem Zusammenhang ist regelmäßig auch von dem sog. *constructive knowledge* die Rede, das als Synonym zum *blind-eye-knowledge* verwendet wird.<sup>100</sup> Schließlich ist auch die sog. *recklessness* eine Form der *mens rea*. Sie beschreibt den Umstand, dass jemand bewusst ein ungerechtfert-

<sup>92</sup> Von der *mens rea* zu unterscheiden ist der sog. *actus reus*, worunter die objektive Seite eines Delikts zu verstehen ist, die der Handelnde durch ein willensgesteuertes Verhalten verwirklicht haben muss, vgl. F. J. Scholz, Rechtsvergleichende Studien, S. 294.

<sup>93</sup> F. J. Scholz, Rechtsvergleichende Studien, S. 294 ff.

<sup>94</sup> Eingehend Mueller, 42 Minn. L. Rev. (1958), 1043, 1056 ff. Zum Deliktsrecht *Cane*, 20 Oxf. J. Leg. Stud. (2000), 533, 538 ff.

<sup>95</sup> Vgl. insbesondere zur MAR Hansen, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, B.8.140 ff.; generell etwa Langheld, Vielsprachige Normenverbindlichkeit, S. 256: „Although the principle of guilt has not been established at the level of the European Union, the ECJ recognizes a mistake of law where *mens rea* is a legal category under secondary EU law“.

<sup>96</sup> *Cunliffe v Goodman* [1950] 2 KB 237, 253.

<sup>97</sup> F. J. Scholz, Rechtsvergleichende Studien, S. 295. Die *intention* ähnelt also dem, was im deutschen Recht unter dem *dolus directus* ersten Grades zu verstehen ist (vgl. Joecks/Kulhanek, in: MüKo-StGB, § 16 Rn. 22; Stadler, in: Jauernig, BGB, § 276 Rn. 16 ff.), wobei die *intention* eher weiter zu verstehen ist, vgl. Safferling, Vorsatz und Schuld, S. 345.

<sup>98</sup> Mueller, 42 Minn. L. Rev. (1958), 1043, 1056 f.; F. J. Scholz, Rechtsvergleichende Studien, S. 295. Anders insoweit das deutsche Strafrecht, das grundsätzlich den sog. Eventualvorsatz genügen lässt (vgl. dazu eingehend etwa Joecks/Kulhanek, in: MüKo-StGB, § 16 Rn. 31 ff.; Sternberg-Lieben/Sternberg-Lieben, JuS 2012, 976, 987 f.).

<sup>99</sup> *R. v Reader* (1978) 66 Cr. App. R. 33; *Westminster CC v Croyalgrange Ltd* [1986] 1 W.L.R. 674, 684.

<sup>100</sup> Vgl. Ambos, Internationales Strafrecht, § 7 Rn. 198.

tigtes Risiko eingeht.<sup>101</sup> Der Täter nimmt also das Risiko wahr, hofft aber darauf, dass sich das erkannte Risiko nicht realisiert. Dieser kognitive Maßstab ist am ehesten mit dem vergleichbar, was das deutsche Strafrecht unter der bewussten Fahrlässigkeit versteht.<sup>102</sup> Das Unionsrecht übersetzt die *recklessness* mit „Rücksichtslosigkeit“.<sup>103</sup>

Daher hängt das Verhältnis der Begriffe *mens rea* und Wissen davon ab, welche konkrete Form die *mens rea* annimmt. Wenn eine Person etwa eine *mens rea* in Form der *intention* aufweist, ist regelmäßig davon auszugehen, dass die Person von den Umständen, die sie bezweckt, auch Kenntnis hat. Umgekehrt heißt dies aber nicht, dass jemand, der von den Tatumständen wusste, auch zweckgerichtet gehandelt hat, da mit dem Wissen nur die kognitive, nicht aber die für die *intention* maßgebliche voluntative Seite erfüllt wäre. Nimmt die *mens rea* die weniger intensive Form des *knowledge* an, scheint dies mit dem kongruent zu sein, was vorliegend bislang als „Wissen“ im Kontext des Unionsrechts herausgearbeitet worden ist. Dagegen nähert sich die *mens rea* auf der Stufe der *recklessness* einerseits einem Wissenmüssen an, da dem Normadressaten in diesem Fall nur bekannt ist, dass er ein erhebliches Risiko eingeht, er sich jedoch nicht darüber bewusst ist, dass sich dieses Risiko auch verwirklicht. Andererseits kommen solche Konstellationen einem *blind-eye-knowledge* sehr nahe, da zumindest das Risiko bewusst eingegangen wird, während man sich dessen Realisierung gegebenenfalls bewusst verschließt.

### 3. Art. 30 IStGH-Statut

Darüber hinaus setzen sich Regelungen des Völkerrechts mit der subjektiven Tatbestandsseite auseinander. Ähnlich wie das Unionsrecht muss auch das Völkerrecht dem Umstand Rechnung tragen, dass die getroffenen Regelungen in einer Vielzahl von Rechtsordnungen gelten, die jeweils unterschiedliche Rechtstraditionen aufweisen. Während sich für das Unionsrecht mangels einer einheitlichen Kodifikation eines „Europäischen Strafrechts“<sup>104</sup> keine Gelegenheit bot, allgemein festzulegen, was im Rahmen der subjektiven Tatbestandsseite zu verlangen ist, mögen insoweit existierende Regelungen des Völkerrechts darüber Aufschluss geben, wie das Unionsrecht aller Wahrscheinlichkeit nach mit subjektiven Tatbe-

<sup>101</sup> Das bewusste Eingehen eines Risikos wird als sog. *Cunningham recklessness* bezeichnet, vgl. *Cunningham* [1957] QB 396, 399. Dagegen wird das unbewusste Eingehen eines offensichtlichen und gewichtigen Risikos als sog. *Caldwell recklessness* bezeichnet. Die sog. *Caldwell recklessness* ist aber inzwischen aufgegeben, *R. v G&Anor* [2003] UKHL 50, hierzu *Amirthalingam*, 67 M.L.R. (2004), 491.

<sup>102</sup> Hierzu BGH NStZ 2008, 451. Die inzwischen aufgegebene *Caldwell recklessness* wäre dagegen eher mit der Leichtfertigkeit vergleichbar, zum Begriff BGHSt 33, 66 f.: „Leichtfertig handelt hiernach, wer die sich ihm aufdrängende Möglichkeit [des tatbestandlichen Erfolgs] aus besonderem Leichtsinne oder aus besonderer Gleichgültigkeit außer acht läßt“.

<sup>103</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 21 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU.

<sup>104</sup> *Satzger*, Internationales und Europäisches Strafrecht, § 7 Rn. 2.

standsmerkmalen umgehen würde.<sup>105</sup> So beinhaltet etwa Art. 30 IStGH-Statut eine Kompromisslösung zwischen den Anforderungen an die innere Tatseite nach dem *Common Law* und nach den kontinentaleuropäischen Rechtssystemen.<sup>106</sup>

Art. 30 Abs. 1 IStGH-Statut bestimmt, dass sich die subjektive Tatbestandsseite sowohl aus einem „Vorsatz“ (*intent*) als auch aus einem „Wissen“ (*knowledge*) zusammensetzt.<sup>107</sup> Nach Art. 30 Abs. 2 IStGH-Statut handelt jemand vorsätzlich, wenn er „im Hinblick auf ein Verhalten dieses Verhalten setzen will“ (lit. a) und „im Hinblick auf die Folgen diese Folgen herbeiführen will oder ihm bewusst ist, dass diese im gewöhnlichen Verlauf der Ereignisse eintreten werden“ (lit. b).<sup>108</sup> Dagegen bedeutet „Wissen“ nach Art. 30 Abs. 3 IStGH-Statut „das Bewusstsein, dass ein Umstand vorliegt oder dass im gewöhnlichen Verlauf der Ereignisse eine Folge eintreten wird“.<sup>109</sup> Unstimmigkeiten ruft hierbei der Umstand hervor, dass das „Wissen“ zwar in Art. 30 Abs. 3 IStGH-Statut legaldefiniert wird, gleichzeitig aber in der Vorsatzdefinition des Art. 30 Abs. 2 IStGH-Statut auftaucht, und zwar in Art. 30 Abs. 2 lit. b Alt. 2 IStGH-Statut, wonach dem Täter die Folgen seines Verhaltens zumindest „bewusst“ sein müssen.

Insofern wird kontrovers diskutiert, inwieweit die subjektive Tatbestandsseite nach Art. 30 IStGH-Statut ein rein kognitives Element ausreichen lässt, wie es etwa im deutschen Strafrecht als *dolus directus* zweiten Grades bekannt ist, oder eine Absicht verlangt, die mit dem *dolus directus* ersten Grades vergleichbar wäre.<sup>110</sup> Richtigerweise weist Art. 30 IStGH-Statut aber eine weitaus größere Vergleichbarkeit mit dem Begriff der *mens rea* auf als mit der deutschen Vorsatzdogmatik. So erinnern die beiden Varianten des *intent* nach Art. 30 Abs. 2 lit. b IStGH-Statut sehr stark an die im Rahmen der *intention* getroffene Differenzierung zwischen der sog. *direct intention* (Art. 30 Abs. 2 lit. b Alt. 1 IStGH-Statut, Bezwecken des tatbe-

<sup>105</sup> Zum Einfluss des Völkerrechts auf das Unionsrecht vgl. Hecker, Europäisches Strafrecht, Kapitel 1 Rn. 5.

<sup>106</sup> R. Clark, ZStW 114 (2002), 372, 378; Satzger, NStZ 2002, 125, 128.

<sup>107</sup> Deutsche Sprachfassung: „Sofern nichts anderes bestimmt ist, ist eine Person für ein der Gerichtsbarkeit des Gerichtshofs unterliegendes Verbrechen nur dann strafrechtlich verantwortlich und strafbar, wenn die objektiven Tatbestandsmerkmale vorsätzlich und wissentlich verwirklicht werden“. Englische Sprachfassung: „Unless otherwise provided, a person shall be criminally responsible and liable for punishment for a crime within the jurisdiction of the Court only if the material elements are committed with intent and knowledge“.

<sup>108</sup> Englische Sprachfassung: „For the purposes of this article, a person has intent where: In relation to conduct, that person means to engage in the conduct; In relation to a consequence, that person means to cause that consequence or is aware that it will occur in the ordinary course of events“.

<sup>109</sup> Englische Sprachfassung: „For the purposes of this article, „knowledge“ means awareness that a circumstance exists or a consequence will occur in the ordinary course of events“.

<sup>110</sup> S. eingehend Satzger, Internationales und Europäisches Strafrecht, § 15 Rn. 25, der sich letztlich für eine auch nach eigener Aussage „etwas eigenartig anmutende – Kombination von *dolus directus* 1. und 2. Grades“ ausspricht.

standlichen Erfolgs) und der sog. *oblique intention* (Art. 30 Abs. 2 lit. b Alt. 2 IStGH-Statut, tatbestandlicher Erfolg als notwendiges Zwischenziel).<sup>111</sup> Hinzu tritt nach Art. 30 Abs. 3 IStGH-Statut das, was auch das *Common Law* unter dem *knowledge* versteht, das ebenfalls eine Form der *mens rea* darstellt. Dagegen scheint eine *recklessness* nicht ausreichend zu sein, um die subjektive Tatbestandsseite des Art. 30 IStGH-Statut zu erfüllen.<sup>112</sup>

Die Existenz des Art. 30 Abs. 3 IStGH-Statut lässt sich damit erklären, dass kognitiven und voluntativen Elementen in den einzelnen Rechtsordnungen jeweils ein sehr unterschiedliches Gewicht zukommt, wenn es darum geht, welche Anforderungen an die subjektive Tatseite zu stellen sind.<sup>113</sup> So tritt das kognitive Element bei der *intention* oder dem *dolus directus* ersten Grades in den Hintergrund, während das voluntative Element äußerst präsent ist. Mit Art. 30 Abs. 3 IStGH-Statut wollte der Gesetzgeber verdeutlichen, dass es jedenfalls eines kognitiven Elements in Form der sicheren Kenntnis (*knowledge*) bedarf. Dass der Täter den Erfolg bloß für möglich hält, wie es als kognitives Element für den Eventualvorsatz im deutschen Strafrecht ausreichend ist,<sup>114</sup> soll demnach nicht genügen.<sup>115</sup> Daher kann aus einem Wissen zwar nicht auf einen Vorsatz i. S. d. Art. 30 IStGH-Statut geschlossen werden, da es stets der voluntativen Komponente bedarf. Jedoch liegt ein Wissen vor, wenn die subjektive Tatbestandsseite des Art. 30 IStGH-Statut erfüllt ist, da jenes nach Art. 30 Abs. 3 IStGH-Statut jedenfalls vorausgesetzt ist.

#### 4. Negligence

Schließlich ist dem Unionsrecht der Begriff der sog. *negligence*, das heißt der Fahrlässigkeit, bekannt.<sup>116</sup> Dies ist darauf zurückzuführen, dass dieser Maßstab in vielen Mitgliedstaaten Anwendung findet, um die Haftung des Normadressaten – verglichen mit einer Gefährdungshaftung (*strict liability*) – auf eine andere Weise einzuschränken als durch kognitive oder voluntative Elemente.<sup>117</sup> Im Gegensatz zur

<sup>111</sup> Dies steht auch mit der Feststellung von *Mannheim* und *Safferling* im Einklang, wonach die *mens rea* in Form der *intention* weiter zu verstehen ist als der *dolus directus* 1. Grades, vgl. *Mannheim*, 18 J. Comp. Leg. & Int. (1936), 78, 79 f.; *Safferling*, Vorsatz und Schuld, S. 345.

<sup>112</sup> So die h. M., vgl. *Ambos*, Internationales Strafrecht, § 7 Rn. 64.

<sup>113</sup> Vgl. zum Verhältnis von kognitiven und voluntativen Elementen in den einzelnen Vorsatzformen des deutschen Strafrechts *Joecks/Kulhanek*, in: MüKo-StGB, § 16 Rn. 31 ff.; *Sternberg-Lieben/Sternberg-Lieben*, JuS 2012, 976 ff.

<sup>114</sup> BGH NSIZ-RR 2018, 174, 175.

<sup>115</sup> *Satzger*, Internationales und Europäisches Strafrecht, § 15 Rn. 25 mit umfangreichen Nachweisen aus der Rspr.

<sup>116</sup> Vgl. etwa Erwägungsgrund Nr. 21 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU; *Spoerr*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 32.

<sup>117</sup> Vgl. etwa Art. 1902 Código civil (Spanien): „negligencia“; Art. 41 Obligationenrecht (Schweiz): „Fahrlässigkeit“. Gleichbedeutend Art. 2043 Codice Civile (Italien): „colposo“; Art. 1240 Code civil (Frankreich): „faute“; § 1295 ABGB (Österreich): „Verschulden“. Im *Common Law* beschreibt die *negligence* eine eigenständige Haftungskategorie in Form der



*recklessness* ist die *negligence* „keine Erscheinungsform der *mens rea*, sondern stellt einen bloßen objektiven Zustand dar, der gerade durch die Abwesenheit eines spezifischen Bewusstseins gekennzeichnet ist“.<sup>118</sup> Während die *recklessness* also der bewussten Fahrlässigkeit ähnelt, handelt es sich bei der *negligence* um eine unbewusste Fahrlässigkeit, die immer dann vorliegt, wenn jemand einen gebotenen objektiven Maßstab der Sorgfalt nicht eingehalten hat.<sup>119</sup>

Eine Haftung, die an den objektiven Maßstab der Fahrlässigkeit anknüpft, stellt eine Verschuldenshaftung dar. Das heißt, wenn jemand objektiv fahrlässig gehandelt hat, liegt ein Verschulden vor.<sup>120</sup> Im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ist diese Einordnung dafür bedeutsam, wie das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ auszulegen ist. Denn es gibt Stimmen, die hierunter ein *schuldhaftes* Zögern des Emittenten verstehen. Dies hätte zur Folge, dass man in das Merkmal der Unverzüglichkeit ein Verschuldenselement hineinlesen würde. Daran ändert auch die Aussage Klöhn nichts, dass es sich bei dem Merkmal „unverzüglich“ in dogmatischer Hinsicht „nicht um ein Verschuldenselement, sondern um eine Konkretisierung des Pflichteninhalts“ handelt.<sup>121</sup> Denn auch Klöhn konkretisiert den Pflichteninhalt unter Rückgriff auf das Verschuldenselement der Fahrlässigkeit.<sup>122</sup> Dementsprechend wird noch eingehend zu erläutern sein, ob der Ordnungsgeber ein Verschulden durch einen Begriff wie „unverzüglich“ („as soon as possible“) ausdrücken wollte.<sup>123</sup>

Nimmt man sodann das Verhältnis zwischen dem Verschulden und dem Wissenmüssen in den Blick, stehen sich die Begriffe insofern nah, als sie beide jeweils an den Sorgfaltsmaßstab der Fahrlässigkeit anknüpfen. Da auch ein Unterlassen verschuldet sein kann, liegt es insoweit nicht fern, eine unterlassene Beschaffung von

---

allgemeinen Deliktshaftung und zum anderen den Maßstab für eine Haftung (*standard of care*, vgl. *Peel/Goudkamp*, Winfield & Jolowicz on Tort, Rn. 3–006; *Nolan*, 72 C. L. J. (2013), 651). S. auch *Wagner*, in: Zimmermann, Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts, S. 189, 252 ff. Der Maßstab der *negligence* bzw. der Fahrlässigkeit ist insbesondere nicht auf den Bereich des Zivilrechts beschränkt, vgl. etwa *Duttge*, in: MÜKo-StGB, § 15 Rn. 60 ff. zur Fahrlässigkeit im europäischen Kontext; vgl. auch Erwägungsgrund Nr. 21 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2014/57/EU.

<sup>118</sup> *F. J. Scholz*, Rechtsvergleichende Studien, S. 295 f.

<sup>119</sup> *Nolan*, 72 C. L. J. (2013), 651; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 276 Rn. 29. Beachte, dass im deutschen Strafrecht auch die subjektive Fahrlässigkeit gefordert wird, um dem Täter einen Schuldvorwurf machen zu können, vgl. *Sternberg-Lieben/Schuster*, in: Schönke/Schröder, StGB, § 15 Rn. 199 ff.

<sup>120</sup> Vgl. insb. den Wortlaut des § 1295 ABGB (Österreich): „Verschulden“ und des Art. 2043 Codice Civile (Italien): „colposo“. S. auch *Kötz/Wagner*, Deliktsrecht, Kap. 5, Rn. 22 ff.

<sup>121</sup> *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 107; dem folgend *Breuer*, Wissen, S. 33 f. Kritisch hierzu bereits *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 42 f. mit Fn. 64.

<sup>122</sup> So schildert *Klöhn* Arten von Insiderinformationen, hinsichtlich derer dem Emittenten „in aller Regel kein Fahrlässigkeitsvorwurf“ gemacht werden kann, wenn er sie nicht beschafft hat, vgl. *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 121 (Hervorhebung durch Verfasser).

<sup>123</sup> Vgl. § 8 D.



Wissen entgegen der gebotenen Sorgfalt als Verschulden zu klassifizieren.<sup>124</sup> Bedenken ergeben sich jedoch aus den Erwägungen von Buck-Heeb, die der fahrlässigen Unkenntnis den Charakter eines Verschuldens abspricht, da es an einer dafür erforderlichen Rechtspflichtverletzung fehle.<sup>125</sup> Da es keine allgemeine Rechtspflicht gebe, einen bestimmten Wissensstand zu erlangen, sei im Falle einer fahrlässigen Unkenntnis keine Handlungspflicht vorhanden, die im Rahmen des Verschuldens den relevanten Anknüpfungspunkt bilden könne.<sup>126</sup> Konsequenterweise fehle es an einem Gleichlauf von Verschulden und Wissenmüssen, wenn es bloß um eine Verletzung von Obliegenheiten gehe, wohingegen ein Verschulden im technischen Sinne sehr wohl dort möglich sei, wo ein Verstoß gegen ein Verhaltensanordnung vorliege.<sup>127</sup>

Überträgt man diese Überlegungen auf Art. 17 Abs. 1 MAR und ließe man die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits in einem Zeitpunkt entstehen, in dem der Emittent von der Information *wissen musste*, würde für den Emittenten eine gesetzliche Pflicht bestehen, im Umfang der gebotenen Sorgfalt Informationen aufzufinden und sie zu organisieren, um dem Vorwurf der Fahrlässigkeit zu entgehen. Es würde sich daher nicht bloß um eine Obliegenheitsverletzung handeln, durch die der Emittent etwaig bestehende Rechte zu seinem Nachteil verkürzen würde,<sup>128</sup> sondern um einen Verstoß gegen echte Pflichten, die ihm die Rechtsordnung durch Gesetz auferlegen würde.<sup>129</sup> Im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR käme einem Wissenmüssen folglich auch nach Buck-Heeb Verschuldenscharakter zu, wenn man ein solches für tatbestandsmäßig erachten würde.

Die Besonderheit bei einem Wissenmüssen liegt im Vergleich zu einem Verschulden schließlich darin, dass sich die Fahrlässigkeit im erstgenannten Fall des Wissenmüssens ausschließlich darauf bezieht, dass jemand es unterlassen hat, sich kognitiv in den Zustand der Kenntnis zu versetzen. Ist in einer Vorschrift hingegen generell von Fahrlässigkeit und nicht von einem Wissenmüssen die Rede, bezieht sich der so normierte Verschuldensmaßstab auf das gesamte tatbestandlich relevante Verhalten des Normadressaten und nicht bloß auf den Teilakt der fehlenden Beschaffung von Informationen. Im Hinblick auf Art. 17 Abs. 1 MAR ist diese Erkenntnis deshalb bedeutsam, weil der Wortlaut weder ein Wissenmüssen noch die Fahrlässigkeit erwähnt. Wenn daher in Anknüpfung an andere Tatbestandsmerkmale der Vorschrift – wie etwa die Unverzüglichkeit – eine Informationssuche und -organisation hergeleitet werden soll, die an den Sorgfaltsmaßstab der Fahrlässigkeit gekoppelt ist, stellt sich die Folgefrage, warum Vertreter dieser Auffassung diesen

<sup>124</sup> Hierzu *Rabe*, Die Behandlung der Bösgläubigkeit, 1970, S. 88 f.

<sup>125</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 34.

<sup>126</sup> Vgl. auch *Engelhardt*, Wissensverschulden, S. 56.

<sup>127</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 34.

<sup>128</sup> Zum Begriff der Obliegenheiten vgl. *R. Schmidt*, Die Obliegenheiten, S. 303; *Weller*, Die Vertragstreue, S. 258 f.

<sup>129</sup> Wie hier *Breuer*, Wissen, S. 86 f.

Sorgfaltsmaßstab nicht auch auf den Akt der Informationsentäußerung anwenden. Denn nach Art. 17 Abs. 1 MAR ist jedenfalls das gesamte Verhalten der „Bekanntgabe“ – unabhängig davon, wie weit dieses verstanden wird – „unverzüglich“ zu bewerkstelligen. Wer demnach die Informationsbeschaffung und -organisation wegen des Kriteriums der „Unverzüglichkeit“ an das Verschuldenselement der Fahrlässigkeit knüpft, muss auch erklären, warum er diesen Maßstab nicht auch auf die Informationsentäußerung anwendet, da diese ebenfalls von der „unverzüglich“ vorzunehmenden Bekanntgabe umfasst ist. Auch dies wird an späterer Stelle zu untersuchen sein.<sup>130</sup>

## 5. „Eventualwissen“

In Anlehnung an die vor allem im deutschen Strafrecht relevante Vorsatzform des Eventualvorsatzes<sup>131</sup> hat sich im deutschen Schrifttum zum Privatrecht teilweise der Begriff des *Eventualwissens* herausgebildet.<sup>132</sup> Dadurch wird der Versuch unternommen, das Wissen einer Person auch für den Fall zu konstruieren, in dem sie von dem infrage stehenden Umstand nicht sicher weiß. Vielmehr hat sie gewisse Zweifel, ob sich der Umstand tatsächlich zugetragen hat. Die Befürworter dieser Figur sehen es für ein Wissen als ausreichend an, wenn eine Person es für möglich erachtet, dass der infrage stehende Umstand der Realität entspricht und sie dies unbekümmert in Kauf nimmt.<sup>133</sup>

Indem aber auf die letztgenannte Komponente der billigenden Inkaufnahme abgestellt wird, wird dem Begriff des *Eventualwissens* wenig konsequent ein voluntatives Element beigefügt. Um festzustellen, ob etwas als Wissen zu klassifizieren ist, kommt es hingegen einzig darauf an, ob ein hinreichendes *kognitives* Element vorliegt. Ein Defizit auf der kognitiven Seite kann für die Zwecke des Wissensbegriffs nicht durch voluntative Elemente kompensiert werden, da es bei einem Wissen – anders als beim Vorsatz – ausschließlich um die kognitive Seite geht.<sup>134</sup> Lässt man demzufolge das voluntative Element außen vor, ist die bloße Möglichkeit, dass ein bestimmter Umstand eingetreten ist, nichts anderes als die fahrlässige Unkenntnis. Denn der Fahrlässigkeit fehlt gleichsam das voluntative Element, wodurch

<sup>130</sup> Vgl. § 8 D.

<sup>131</sup> Zur Anwendung im Strafrecht eingehend *Brammsen*, JZ 1989, 71. Für den Vorsatz im Zivilrecht ist ebenfalls der Eventualvorsatz ausreichend (vgl. *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 276 Rn. 18), jedoch hat der Vorsatz im Zivilrecht eine nur untergeordnete Bedeutung, da regelmäßig ein fahrlässiges Verhalten ausreichend ist, vgl. für das deutsche Recht *Wagner*, in: MüKo-BGB, § 823 Rn. 46; für andere Rechtsordnungen vgl. § 6 C. II. 3.

<sup>132</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 58.

<sup>133</sup> *Reichel*, Grünhuts Zeitschrift 42 (1916), 173, 189.

<sup>134</sup> *Sallawitz*, Die tatbestandsmäßige Gleichstellung, S. 56 f. Deshalb können die Anforderungen an die Gewissheit für die Zwecke des Wissens nicht mit einer Verwandtschaft mit dem Vorsatz begründet werden, so aber *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 19.

sie sich vom Eventualvorsatz unterscheidet. Daher liegt bei Zweifeln kein Wissen vor.<sup>135</sup>

Bringt der Begriff des Eventualwissens daher bereits angesichts der Definitionsschwierigkeiten keinen eigenständigen Mehrwert, plädiert Sallawitz konsequenterweise für die Zwecke des deutschen Zivilrechts dafür, anhand des Normzwecks darüber zu entscheiden, inwiefern ein Eventualwissen mit fahrlässiger Unkenntnis oder positiver Kenntnis gleichgesetzt werden kann.<sup>136</sup> Und noch weniger als das deutsche Zivilrecht stellt das Unionsrecht den Begriff des Eventualwissens als eigenständige normative Kategorie bereit, um sie anhand kognitiver Kriterien auszufüllen. Daher bedarf es im Rahmen der MAR dieser zusätzlichen Klassifizierung erst nicht, sondern es ist lediglich zu entscheiden, ob es sich bei dem jeweiligen Zustand um ein Wissen oder ein Wissenmüssen bzw. -können handelt und inwiefern dieser Zustand von der konkreten Vorschrift adressiert ist.

### III. Rechts- und Tatsachenkenntnis

#### 1. Bedeutung

Entscheidet eine Vorschrift darüber, mit welchem Inhalt der Begriff des Wissens auszufüllen ist, muss ihr auch zu entnehmen sein, worauf sich dieses Wissen bezieht. Gefragt ist daher nicht nur, bis zu welchem Grad sich ein Wissen aus Innen- und Außen Umständen zusammensetzen kann, sondern auch, an welchen konkreten Umstand dieses Wissen anknüpft. In diesem Zusammenhang wird zwischen der Kenntnis von Tatsachen als dem tatsächlich Geschehenen (Tatsachenkenntnis) und der Kenntnis der rechtlichen Beurteilung dieser Tatsachen (Rechtskenntnis) unterschieden.<sup>137</sup>

Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung geht es darum, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht voraussetzt, dass bestimmte Personen innerhalb des Emittenten von den tatsächlichen Umständen wissen, aus denen sich die Insiderinformation ergibt. Es handelt sich damit um die Frage nach der Tatsachen- und nicht nach der Rechtskenntnis. Vielmehr besteht Einigkeit darüber, dass die Pflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR unabhängig davon entsteht, ob der Emittent eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation rechtlich als solche qualifiziert.<sup>138</sup> Daher ist der

---

<sup>135</sup> *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2638; s. auch *R. v Grainge* [1974] 1 All E. R. 928; *R. v Forsyth* [1997] 2 Cr. App. R. 299, 320.

<sup>136</sup> *Sallawitz*, Die tatbestandsmäßige Gleichstellung, S. 54, vgl. auch S. 70 zur zweckorientierten Abgrenzung von Vorsatz und Kenntnis; s. auch *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2638.

<sup>137</sup> Vgl. etwa Art. 8 Abs. 1 MAR (Tatsachenkenntnis) und Art. 8 Abs. 4 UAbs. 2 MAR (Rechtskenntnis), hierzu *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 8 Rn. 96.

<sup>138</sup> Dies ist vielmehr für die Haftungsnormen relevant, die an Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfen, wie etwa § 97 WpHG und § 120 Abs. 15 WpHG.

letztgenannte Prozess der rechtlichen Bewertung jedenfalls Inhalt der Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten.

## 2. Folgen für die Interpretation des IKB-Urteils

Wenn es um die Frage geht, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht davon abhängt, dass der Emittent von der Insiderinformation weiß, sind nur solche Erwägungen zu berücksichtigen, die sich mit der Tatsachenkenntnis auseinandersetzen. Dagegen können Aussagen, die sich auf die Rechtskenntnis beziehen, nicht dafür fruchtbar gemacht werden, um über das Kenntniserfordernis im Rahmen der Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu entscheiden.

Daher kommt es auf die Unterscheidung zwischen Tatsachen- und Rechtskenntnis an, wenn es darum geht, die Aussagen des BGH im IKB-Urteil<sup>139</sup> zu deuten. Dort hatte der BGH zu entscheiden, ob die Höhe des Subprime-Anteils der IKB eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darstellte. Unter Rekurs auf das IKB-Urteil vertritt Hellgardt, der BGH habe dem Kenntniserfordernis des Emittenten im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität eine Absage erteilt.<sup>140</sup> Deshalb treffe den Emittenten die Pflicht, ihm zugängliche Informationen zu beschaffen und diese sodann zu veröffentlichen.<sup>141</sup> Richtigerweise setzt sich das Gericht aber ausschließlich mit der Rechtskenntnis, nicht aber mit der Tatsachenkenntnis auseinander, da der letztgenannte Bezugspunkt der Tatsachenkenntnis nicht infrage stand. Daher kann dem IKB-Urteil auch keine Aussage darüber entnommen werden, ob Art. 17 Abs. 1 MAR die Tatsachenkenntnis des Emittenten voraussetzt, das heißt, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst dann entsteht, wenn der Emittent von dem kursrelevanten Umstand tatsächlich weiß.<sup>142</sup>

Bei der relevanten Insiderinformation, die von der IKB nicht rechtzeitig veröffentlicht worden ist, handelte es sich um die Höhe des Subprime-Anteils der unmittelbar eigenen Investments der IKB (38,5 %) sowie derjenigen der mit der IKB verbundenen Zweckgesellschaften (90 %).<sup>143</sup> Dabei stand außer Frage, dass der Vorstand der IKB sowohl von der Höhe des unmittelbaren Engagements als auch von dem Ausmaß der mittelbaren Beteiligung der IKB, mithin insgesamt von der Information „Höhe des Subprimeanteils“ wusste.<sup>144</sup> Die von Hellgardt in Bezug ge-

<sup>139</sup> BGHZ 192, 90 – IKB.

<sup>140</sup> Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89.

<sup>141</sup> Hellgardt, DB 2012, 673, 675 f. unter Verweis auf BGHZ 192, 90, Rn. 44.

<sup>142</sup> So auch Thomale, AG 2019, 189, 190.

<sup>143</sup> BGHZ 192, 90, Rn. 32 – IKB: „Ad-hoc-Mitteilung über die Höhe ihres unmittelbaren und mittelbaren Engagements in US-Subprimes“, Rn. 33: „Stellt sich aber die Höhe des Subprime-Anteils der jeweiligen Investments der Beklagten als eine gemäß § 15 WpHG veröffentlichungspflichtige Insiderinformation dar“, „Kursbeeinflussungspotential der Information „Höhe des Subprime-Anteils“, vgl. auch Rn. 35 f., 38 ff, 44 f.

<sup>144</sup> BGHZ 192, 90, Rn. 5 – IKB.

nommenen Ausführungen des BGH<sup>145</sup> setzen sich hingegen mit der *Kursrelevanz und der sie begründenden Umstände* dieser Information auseinander.<sup>146</sup> Die Kurserheblichkeit ergibt sich nach der gerichtlichen Auffassung aus den negativen Marktreaktionen hinsichtlich der Subprimes, da ein verständiger Anleger der Information „Höhe des Subprimeanteils“ bei einem derart hochsensiblen Markt ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential zugeschrieben hätte.<sup>147</sup> Wenn das Gericht im Zuge dieser Ausführungen auf den Emittentenleitfaden der BaFin verweist,<sup>148</sup> der unter anderem den Ausfall wesentlicher Schuldner und erhebliche außerordentliche Aufwendungen zu den veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen zählt,<sup>149</sup> wird entsprechend der Einordnung in diesen Abschnitt ausschließlich auf die Kursrelevanz solcher Informationen Bezug genommen, von denen der Emittent bereits Kenntnis hat. Daher kreiert der BGH keine Informationsbeschaffungspflicht des Normadressaten, sondern konkretisiert lediglich Umstände, die zu einem Kursbeeinflussungspotential einer dem Emittenten bereits bekannten Information führen können.

Daraus folgt, dass die Umstände, die die potentiell zu veröffentlichende Insiderinformation ausmachen (Tatsachenkenntnis), von den Gegebenheiten, die diese Information als eine kursrelevante Information qualifizieren (Rechtskenntnis), zu unterscheiden sind. So geht es im IKB-Sachverhalt um die Bekanntgabepflicht der Information „Höhe des Subprimeanteils“, während die negativen Marktreaktionen Umstände sind, aufgrund derer diese Information als kursrelevant einzustufen ist. Zur Kontrolle des relevanten Bezugspunkts dient die Überlegung, dass die IKB nach § 15 WpHG a.F. (jetzt Art. 17 Abs. 1 MAR) die Höhe ihres Subprimeanteils hätte veröffentlichen müssen, nicht aber die negativen Marktreaktionen. Daher ist auch im Umgang mit einem subjektiven Element des Normadressaten stets der richtige Bezugspunkt herzustellen: Dass die IKB nach § 15 WpHG a.F. (jetzt Art. 17 Abs. 1 MAR) verpflichtet war, die Kursrelevanz ihr bereits bekannter Umstände (Höhe des Subprimeanteils) festzustellen, indem sie den Markt beobachtet und dazu ihr gegebenenfalls noch nicht bekannte Informationen (negative Marktreaktionen) hinzuzieht, heißt nicht gleichzeitig, dass sie auch potentiell veröffentlichungspflichtige Informationen auffinden musste, die ihr bislang noch nicht bekannt waren.<sup>150</sup> Damit einhergehend thematisiert der BGH die „Kenntnis und grob fahrlässige Unkenntnis“ nach Maßgabe des § 37b Abs. 2 WpHG a.F. (jetzt § 97 Abs. 2 WpHG) einzig im Zusammenhang mit Umständen, die die Kursrelevanz der dem Emittenten unstreitig bekannten Information „Höhe des Subprimes“ ausmachen.<sup>151</sup> Dagegen lassen sich

<sup>145</sup> *Hellgardt*, DB 2012, 673, 675 f. unter Verweis auf BGHZ 192, 90, Rn. 44 – IKB.

<sup>146</sup> Vgl. die Einleitung des Abschnitts BGHZ 192, 90, Rn. 40 – IKB.

<sup>147</sup> BGHZ 192, 90, Rn. 44 – IKB.

<sup>148</sup> BGHZ 192, 90, Rn. 44 – IKB.

<sup>149</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 2005, S. 43 f.; jetzt BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 22.

<sup>150</sup> So auch *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 68 f.

<sup>151</sup> BGHZ 192, 90, Rn. 33 – IKB.

mangels Erheblichkeit keinerlei Ausführungen dazu finden, dass die zu veröffentlichende Information „Höhe des Subprimes“ hätte aufgefunden werden müssen, wenn sie der IKB nicht bekannt gewesen wäre.

## D. Verhältnis von Wissen, Verhalten und Zurechnung

### I. Wissen und Verhalten als Bezugspunkte der Zurechnung

Aus den vorstehenden Erwägungen dieses Kapitels ergibt sich schließlich das Verhältnis von Wissen, Verhalten und Zurechnung. Dieser Aspekt ist vor allem dann relevant, wenn es sich bei dem Normadressaten um eine juristische Person handelt, die selbst nicht wissen oder handeln kann.

Da es einer juristischen Person nicht möglich ist, eine Beziehung zu einem Umstand aufzubauen, die als „Wissen“ – ausgedrückt in den Kategorien der Innen- und Außenumstände – bezeichnet werden kann, bedarf es einer Zurechnung, die sich auf ein Wissen einer natürlichen Person bezieht.<sup>152</sup> Das Wissen einer juristischen Person setzt sich demnach aus den Komponenten „Wissen“ und „Zurechnung“ zusammen.<sup>153</sup> Wie bereits herausgearbeitet worden ist, erstreckt sich der Begriff des „Wissens“ nach unionsrechtlichem Verständnis sowohl auf Innenumstände als auch auf solche Außenumstände, die der Kategorie des *blind-eye-knowledge* zuzuordnen sind.<sup>154</sup> Dieses Wissen einer natürlichen Person wird der juristischen Person zugerechnet, sofern die Voraussetzungen für eine Zurechnung erfüllt sind. Da der Bezugspunkt der Zurechnung in einem solchen Fall das „Wissen“ einer natürlichen Person ist, handelt es sich um eine Wissenszurechnung.<sup>155</sup> Hierbei wird nur die einzelne Komponente des Wissens und nicht etwa das gesamte Verhalten einer natürlichen Person zugerechnet, weswegen die Wissenszurechnung auch als Einzelzurechnung bezeichnet wird.<sup>156</sup>

Wenn aber an eine natürliche Person angeknüpft wird, für die der Umstand ein „Wissenmüssen“ ist – das heißt der Umstand stellt einen Außenumstand dar, der nicht mehr in die Kategorie des *blind-eye-knowledge* fällt – ist der Bezugspunkt der Zurechnung kein „Wissen“, sondern ein „Wissenmüssen“. Analog liegt eine Zurechnung von „Wissenkönnen“ vor, wenn der Umstand für die natürliche Person einen Außenumstand darstellt, den sie in ein Wissen umwandeln kann. In den Fällen der Zurechnung von „Wissenmüssen“ und „Wissenkönnen“ wird der juristischen

<sup>152</sup> Statt aller J. Koch, AG 2019, 273, 277; Zimmer/Steinhaeuser, in: KMRK, §§ 97, 98 WpHG Rn. 67. Selbst Vertreter der sog. Organtheorie gehen davon aus, dass es natürlicher Personen bedarf, damit eine Gesellschaft handlungsfähig ist, vgl. Beuthien, in: FS Zöllner, Bd. 1, S. 87, 95 f.; Guski, ZHR 184 (2020), 363, 377.

<sup>153</sup> Buck, Wissen und juristische Person, S. 114 ff.

<sup>154</sup> Vgl. § 6 C.

<sup>155</sup> Armbrüster/Kosich, ZIP 2020, 1494, 1501.

<sup>156</sup> Liebscher, ZIP 2019, 1837, 1840.

Person zugerechnet, dass eine natürliche Person nicht dafür gesorgt hat, dass diese oder ein anderer Mitarbeiter von einem bestimmten Umstand erfährt. Zugerechnet wird also kein Zustand (Wissen), sondern ein Unterlassen einer gebotenen (beim Wissenmüssen) oder möglichen (beim Wissenkönnen) Handlung. Somit handelt es sich bei der Zurechnung von Wissenmüssen oder -können nicht um eine Wissenszurechnung, sondern um eine Verhaltenszurechnung.<sup>157</sup> Eine Wissenszurechnung ist vielmehr nur dort relevant, wo es auf die positive Kenntnis und nicht nur auf ein Kennenmüssen oder -können ankommt.<sup>158</sup>

Vor diesem Hintergrund wird nicht nur diskutiert, unter welchen Voraussetzungen Wissen zugerechnet werden kann, sondern es wird zunehmend bedeutsam, was überhaupt als Wissen im Sinne der einzelnen Wissensnorm anzusehen ist.<sup>159</sup> Denn wie bereits erläutert worden ist, verliert die Abschirmungsfunktion der Zurechnung an Intensität, je weiter der Bezugspunkt der Zurechnung gewählt wird.<sup>160</sup> Eine Wissenszurechnung hat demnach eine größere Abschirmungsfunktion als eine Verhaltenszurechnung. So wird etwa im französischen Unternehmensstrafrecht das Konstrukt der Wissenszurechnung teils dadurch ersetzt, dass ein Tatbestand, der bei einer natürlichen Person positive Kenntnis verlangt, bei der Anwendung auf eine juristische Person auf ein Wissenmüssen ausgedehnt wird.<sup>161</sup> Wenn aber darüber nachgedacht wird, die Abschirmung der juristischen Person zu reduzieren, indem eine Wissenszurechnung wie eine Verhaltenszurechnung gehandhabt wird, bedarf es hierfür stets zwingender Erwägungen, die eine solche Erweiterung der Rechtsfolgen rechtfertigen. Im Beispiel des französischen Strafrechts wird dies damit begründet, dass die juristische Person zusätzliche Risiken dadurch schafft, dass sie einen weiterreichenden Aktivitätsradius aufweist als eine natürliche Person.<sup>162</sup>

## II. Wissenszurechnung als globales Phänomen

Im Hinblick auf die Wissenszurechnung wird teilweise behauptet, sie sei einzig ein Problem des deutschen Rechts,<sup>163</sup> weswegen dieses Instrument nicht im Rahmen

<sup>157</sup> So auch *Köndgen*, BKR 2009, 376, 377: „Die Wissenszurechnung geht damit in der allgemeinen Verhaltenszurechnung auf“.

<sup>158</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 176. Vgl. auch *Armbrüster/Kosich*, ZIP 2020, 1494, 1501 f.: „Es geht nicht um die Zurechnung von Kennenmüssen, sondern um die Zurechnung positiver Kenntnis“; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 319: „Es kommt daher nicht darauf an, dem Unternehmen eine mangelhafte Wissensorganisation vorzuwerfen, sondern die Stellung von Mitarbeitern als eingeschaltete Kenntnisempfänger zu klären“. Missverständlich daher *Gafner*, Ad-Hoc-Publizität, S. 95 f. und *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 151, die auch dann von „Wissensnormen“ sprechen, wenn nur ein Kennenmüssen vorausgesetzt ist.

<sup>159</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 25.

<sup>160</sup> Vgl. § 6 B. II.

<sup>161</sup> Cass. crim., 24. 10. 2000, No. 00–80.378.

<sup>162</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 212.

<sup>163</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 205.



der Ad-Hoc-Publizität angewandt werden könne.<sup>164</sup> Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass sich die Zurechnung von Wissen (*attribution of knowledge*) insbesondere im Rahmen von Vertretungskonstellationen in sämtlichen Rechtsordnungen wiederfindet.<sup>165</sup> Insbesondere im *Common Law* ist „Dreh- und Angelpunkt des Problems der Wissenszurechnung [...] das Recht der Stellvertretung, also das Agency Law“.<sup>166</sup> Was sich aber unterscheidet, ist die Relevanz der Zurechnung im außervertraglichen Bereich. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass es nach vielen Konzeptionen, wie etwa dem französischen, englischen oder US-amerikanischen Recht in den allermeisten Fällen keiner isolierten Zurechnung einer Wissenskomponente bedarf.<sup>167</sup> Vielmehr existiert in diesen Rechtsordnungen neben der Variante des Einstehens für ein eigenes pflichtwidriges und gegebenenfalls schuldhaftes Verhalten sowohl im Zivil- als auch im Strafrecht die Möglichkeit, ein solches Verhalten eines Verrichtungsgehilfen dem Prinzipal vollumfänglich zuzurechnen.<sup>168</sup> Denn rechnet man bereits das komplette Verhalten zu, bedarf es keiner isolierten Wissenszurechnung mehr.<sup>169</sup> Dagegen kennt das deutsche Recht im außervertraglichen Bereich grundsätzlich nur die Verantwortlichkeit für eigenes Verhalten.<sup>170</sup> Damit

<sup>164</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287.

<sup>165</sup> Vgl. für das *Common Law* *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* [1995] 2 A.C. 500, 511 (per Lord Hoffmann): „what rule should be implied as to the person whose knowledge for this purpose is to count as the knowledge of the company?“, *El Ajou v Dollar Land Holdings Plc* [1994] B.C.C. 143, 148: „Thus arises the most important question remaining in dispute, which is whether Mr Ferdman’s knowledge can be treated as having been the knowledge of DLH“; *DeMott*, 3 Duke J. Comp. Intl. L. (2003), 291 ff.; *Worthington*, 133 L. Q. R. (2017), 118 ff.; *Taupitz*, *Karlsruher Forum* 1994, 16, 19 ff. Vgl. für das französische Recht *Weller*, ZGR 2016, 384, 395; *Thomale*, AG 2015, 641, 643 f. Vgl. für das österreichische Recht *Baumgartner*, *Die Wissenszurechnung im österreichischen Zivilrecht*, S. 4. Vgl. für das Schweizer Recht *Böckli*, *Schweizer Aktienrecht*, § 7 Rn. 108 m. w. N. Vgl. für das portugiesische Recht *Dias*, in: 2. FS Hopt, S. 163 ff. Vgl. für das koreanische Recht *Jung*, *Wissenszurechnung*, S. 74.

<sup>166</sup> *Taupitz*, *Karlsruher Forum* 1994, S. 16, 19.

<sup>167</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 210 ff.

<sup>168</sup> Für das französische Recht: Art. 1241 Abs. 5 Code civil; Art. 121–2 Abs. 1 Code pénal; Cass. crim., 24. 10. 2000, No. 00–80.378; *Viney/Jourdain*, *Les conditions de la responsabilité*, Rn. 442–2, 798, 809. Für das englische Recht *Various Claimants v Catholic Child Welfare Society* [2013] 2 A.C. 1, Rn. 35; *Atiyah*, *Vicarious Liability*, S. 3 ff., S. 99, S. 382; *Edwards*, 14 M.L.R. (1951), 334 ff. Für das US-amerikanische Recht: *Restatement (Second) of Agency*, 1958, §§ 2, 219, 220, 229; *Kraakman*, in: Faure, *Tort Law and Economics*, S. 134, 145: „The vicarious liability regime that accounts for most corporate liability in the United States makes no distinction between civil and criminal liability. It is well-accepted that when corporate agents commit crimes within the scope of their employment, firms can be criminally prosecuted on a theory of vicarious liability – just as firms are vicariously liable for the civil torts of their agents“.

<sup>169</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 248.

<sup>170</sup> So gilt 278 BGB ausschließlich im vertraglichen Bereich und § 31 BGB nur für Organwalter, während im deliktischen Bereich immer das eigene Verschulden maßgeblich ist (§ 823 BGB), auch wenn es als Auswahl- und Überwachungsverschulden konzipiert ist (§ 831 BGB).



gewinnt die Einzelzurechnung einer Wissenskomponente zum Zwecke der Begründung einer eigenen Verantwortlichkeit im deutschen Recht eine hohe Bedeutung.

Aber auch in den anderen Rechtsordnungen verbannt die grundsätzlich vollumfängliche Verantwortung für fremdes Verhalten die Wissenszurechnung nicht in die Bedeutungslosigkeit. So erhält die Konstruktion der Wissenszurechnung besondere Relevanz, wenn eine Rechtsordnung in bestimmten Bereichen nur die Haftung für eigenes Verhalten kennt. Im *Common Law* ist das etwa der Fall, wenn keine sog. *vicarious liability* als Entstehen für eine fremde Haftung, sondern nur eine sog. *primary liability* als eine Haftung für eigenes Verhalten infrage kommt. Das ist regelmäßig im Strafrecht der Fall, das für die Haftung juristischer Personen die *mens rea* der Gesellschaft selbst verlangt.<sup>171</sup> Dementsprechend ist etwa auch im Rahmen der Art. 8 und Art. 10 MAR eine Wissenszurechnung erforderlich, die im Falle von juristischen Personen durch Art. 9 Abs. 1 MAR adressiert wird.<sup>172</sup> Erst recht kann es nur auf das Wissen der Korporation ankommen, wenn der Tatbestand nicht von jedweden Teilnehmer am Rechtsverkehr begangen werden kann, sondern – entsprechend einem Sonderdelikt – Voraussetzungen aufstellt, die nur von ganz bestimmten Rechtssubjekten wie juristischen Personen erfüllt werden können.<sup>173</sup> Sollte Art. 17 Abs. 1 MAR daher die Kenntnis des Emittenten voraussetzen, bedarf es einer Wissenszurechnung, da Normadressat nur der Emittent ist, nicht aber die für ihn handelnden natürlichen Personen.<sup>174</sup>

### III. Wissensorganisationspflichten als Rechtsfortbildung

Die Unterscheidung zwischen einem Wissen und einem Wissenmüssen wird in der aktuellen Diskussion vernachlässigt, wenn unter Rückgriff auf die sog. Wissensorganisation eine Wissenszurechnung juristischer Personen begründet wird.<sup>175</sup> Mit Wissensorganisationsanforderungen wird die Pflicht einer juristischen Person beschrieben, den Betrieb so zu organisieren, dass alle relevanten Informationen abgefragt, gespeichert und weitergeleitet werden.<sup>176</sup> Jedes Organmitglied muss demnach die interne Kommunikation so organisieren, dass alle rechtserheblichen Umstände an das intern zuständige und verantwortliche Organmitglied weitergeleitet

<sup>171</sup> Sealy, 54 C.L.J. (1995), 507, 508.

<sup>172</sup> Insb. Klöhn, ZBB 2017, 261, 264; Klöhn, NZG 2017, 1285, 1289. Vgl. auch Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 9 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 22.

<sup>173</sup> Campbell/Armour, 62 C.L.J. (2003), 290, 292.

<sup>174</sup> Vgl. Buck-Heeb, in: BeckOK, WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 40.

<sup>175</sup> Vgl. BGHZ 132, 30, 37 im Anschluss an Taupitz, Karlsruher Forum 1994, S. 16, 25 f.; in diese Richtung, obwohl keine Zurechnung vornehmend Klöhn, NZG 2017, 1285, 1288: „Die vom BGH entwickelten Wissenszurechnungsregeln sind nichts anderes als ebensolche Wissensorganisationsanforderungen“. S. bereits § 3 B.

<sup>176</sup> BGHZ 132, 30, 36 f. Eingehend § 2 B. und § 9.

werden.<sup>177</sup> Daher handelt es sich nicht um die Zurechnung vorhandenen Wissens, sondern um die Zurechnung von Wissenmüssen,<sup>178</sup> das heißt um eine Verhaltenszurechnung und nicht um eine Wissenszurechnung.<sup>179</sup>

Daher vermengt etwa das LG Stuttgart in seinem Vorlagebeschluss vom 28. Februar 2017<sup>180</sup> die Zurechnungsmodalitäten, indem es auf der einen Seite davon ausgeht, dass die positive Kenntnis der Insiderinformation nicht erforderlich sei, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten zu begründen.<sup>181</sup> Andererseits erörtert es unter Grundsätzen der Wissenszurechnung solche Maßstäbe, die sich auf Verhaltensanforderungen an den Emittenten in Form von Wissensorganisationspflichten beziehen.<sup>182</sup> Auch Literaturstimmen, die das Kenntniserfordernis verneinen, gelangen über das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR dazu, Anforderungen an ein Kennenmüssen unter Wissenszurechnungsregeln zu thematisieren.<sup>183</sup> Stellt man aber auf ein Kennenmüssen ab, wird der Anwendungsbereich der Wissenszurechnung verlassen.<sup>184</sup> Denn der maßgebliche Bezugspunkt ist nunmehr ein Verhalten und nicht der Zustand des Wissens.<sup>185</sup> Daher ist ein Wissenmüssen nicht deckungsgleich mit der Wissenszurechnung.<sup>186</sup>

Einer solchen Wandlung des Wissensbegriffs wird durch Vorschriften, die ausdrücklich oder auch nur implizit<sup>187</sup> Kenntnis voraussetzen, normativ ein Riegel vorgeschoben.<sup>188</sup> Da die Voraussetzung der Kenntnis gleichzeitig negativ anordnet,

<sup>177</sup> *Armbrüster/Kosich*, ZIP 2020, 1494, 1496; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 120.

<sup>178</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 439; *Goldschmidt*, Die Wissenszurechnung, S. 236 f.; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 197 f.; *Harke*, Wissen und Wissensnormen, S. 50 f.; *Nobbe*, in: Hadding/Hopt/Schimansky, Bankrechtsrag 2002, S. 121, 154; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 314; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, S. 642; a. A. *Bohrer*, DNotZ 1991, 124, 128: „Soll-Kennntnis“. Jedoch impliziert bereits der Begriff „Soll-Kennntnis“, dass es sich um etwas anderes als „Kenntnis“ handelt. Vgl. auch *Guski*, ZHR 184 (2020), 363, 376, der auf den Begriff des „Systemwissens“ bei Organisationen abstellt, was aber letztlich eine andere Bezeichnung für Wissensorganisationspflichten ist.

<sup>179</sup> Dies gibt auch selbst zu *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 13. Vgl. auch *Köndgen*, BKR 2009, 376, 377; *Risse*, NZG 2020, 856, 857.

<sup>180</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451.

<sup>181</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 158.

<sup>182</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 177 ff.

<sup>183</sup> *Veil/Brüggermeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 23; *Sajnovits*, WM 2016, 765 ff.; auch *Pfüller*, in Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 329, der die grob fahrlässige Unkenntnis verlangt.

<sup>184</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 176.

<sup>185</sup> *Risse*, NZG 2020, 856, 857: „Dogmatisch ist die Haftung für ein (Fehl-)Verhalten nicht vergleichbar mit einer Wissenszurechnung“.

<sup>186</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 50 mit Fn. 2.

<sup>187</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 169.

<sup>188</sup> Vgl. insb. für das Unionsrecht, § 6 C. I.

dass ein bloßes Wissenmüssen nicht ausreichend ist,<sup>189</sup> sollen bei derartigen „absoluten Wissensnormen“<sup>190</sup> keine Pflichten bestehen, die das Verfahren im Umgang mit Informationen betreffen – das heißt Pflichten hinsichtlich der Informationsgewinnung, -verarbeitung oder -speicherung.<sup>191</sup> Daher handelt es sich bei der Einführung von Wissensorganisationspflichten bei juristischen Personen um eine Rechtsfortbildung in der Weise, dass Vorschriften, die ausdrücklich oder implizit auf positives Wissen begrenzt sind, im Falle von juristischen Personen auf ein Wissenmüssen ausgeweitet werden.<sup>192</sup> Entsprechend den Anforderungen an eine Rechtsfortbildung werden dafür auch Erwägungen angeführt, die eine solche Erweiterung rechtfertigen sollen. Dazu gehören insbesondere das Gleichstellungsargument, das Prinzip der Risikozuweisung, der Vertrauens- und Verkehrsschutz und die Idee der juristischen Person als Einheit.<sup>193</sup> Unabhängig davon, dass die so begründete Rechtsfortbildung an sich weitreichender Kritik ausgesetzt ist,<sup>194</sup> muss bei Anwendung jeder einzelnen Vorschrift überprüft werden, ob es zulässig ist, in der konkreten Konstellation das Wissen einer juristischen Person auf ein Wissenmüssen auszuweiten. Dazu ist insbesondere zu hinterfragen, in welchem Kontext und im Zusammenhang mit welchen Rechtsfolgen Kriterien für eine Ausweitung des Wissensbegriffs entwickelt worden sind.<sup>195</sup>

Schließlich weist die Ad-Hoc-Publizität des Art. 17 Abs. 1 MAR die Besonderheit auf, dass sich eine Wissenszurechnung faktisch umso mehr den Wissensorganisationspflichten nähert, je weiter der Kreis der natürlichen Personen gezogen wird, auf die die Wissenszurechnung erstreckt werden soll.<sup>196</sup> Im Ergebnis sollten daher die teleologischen Erwägungen, die für und gegen eine Wissensorganisa-

---

<sup>189</sup> *Compania Maritima San Basilio S.A. v Oceanus Mutual Underwriting Association (The Eurysthenes)*, [1977] 1 QB 49, 68 (per Lord Denning): „Negligence in not knowing the truth is not equivalent to knowledge of it“; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170; BFHE 169, 9 (Ls), NJW 1993, 1616: „Kenntnis“ i. S. von § 171 VIII AO 1977 verlangt positive Kenntnis des Finanzamts von der Beseitigung der Ungewißheit [sic!]. Ein „Kennenmüssen“ von Tatsachen steht der Kenntnis nicht gleich“.

<sup>190</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170.

<sup>191</sup> *Grigoleit*, Vorvertragliche Informationshaftung, S. 9.

<sup>192</sup> So auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 314: „Diese Organisationspflicht im Rahmen der Wissenszurechnung hat im Prinzip keine Rechtsgrundlage“ m. w. N.; *Engelhardt*, Wissensverschulden, S. 54 f. m. w. N. Eingehend zu den einzelnen Rechtsgrundlagen *Risse*, NZG 2020, 856, 861: „freie Rechtsschöpfung“; *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 126 ff. S. auch *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. (1997), 101, 128; *Jones*, 57 B. C. L. Rev. (2016), 695, 706 f. zur Ablehnung der Wissensorganisation im Rahmen der U. S.-amerikanischen Kapitalmarktinformationshaftung, um aus einer Wissenshaftung keine Fahrlässigkeitshaftung werden zu lassen.

<sup>193</sup> Vgl. *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 312 ff.

<sup>194</sup> Vgl. hierzu etwa *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 ff.

<sup>195</sup> Vgl. eingehend § 9.

<sup>196</sup> Vgl. bereits § 3 B.

tionspflicht angeführt werden, gleichermaßen auch für und gegen eine weitgehende Wissenszurechnung sprechen.<sup>197</sup>

## **E. Besonderheiten bei juristischen Personen**

### **I. Überblick**

Anhand der hergeleiteten Kriterien lassen sich auch die eingangs aufgeworfenen Besonderheiten einordnen, die einzig im Umgang mit juristischen Personen auftreten können. Dazu gehören neben dem für juristische Personen typischen Aktenwissen (II.), das Wissen ehemaliger Mitarbeiter (III.), vergessene Umstände aktueller Mitarbeiter (IV.) und schließlich die Wissenszusammenrechnung von Teilwissen unter aktuellen Mitarbeitern (V.). Konsequenterweise ist auch in diesen Bereichen durchweg an das Wissen einer natürlichen Person anzuknüpfen, um ein Wissen der Gesellschaft begründen zu können.

### **II. „Aktenwissen“**

#### **1. Bedeutung**

Unter dem sog. Aktenwissen wird all jenes Wissen verstanden, das in Datenspeichern außerhalb des menschlichen Gehirns gesammelt, insbesondere in Akten oder im Computer festgehalten ist.<sup>198</sup> Zunächst sei darauf hingewiesen, dass die Wortwahl des Akten-„Wissens“, entgegen der vorliegend erst zu klärenden Frage, bereits begrifflich konnotiert, dass es sich um eine Form des Wissens der juristischen Person handelt. Allerdings gilt es erst herauszufinden, ob und auf welchem Wege das in Datenspeichern festgehaltene Ereignis als Wissen der Gesellschaft angesehen werden kann. Daher ist unter „Aktenwissen“ im Ausgangspunkt eine Information zu verstehen, die auf Datenträgern innerhalb des Unternehmens gespeichert ist. Erst in einem zweiten Schritt sollte danach gefragt werden, ob die gespeicherte Information das Wissen eines Mitarbeiters darstellt, der in seiner Person die Voraussetzungen an eine Zurechnung erfüllt, um sein Wissen als Wissen der Gesellschaft anzusehen. Daher wird im Folgenden der Begriff des „Aktenwissens“ gemieden und durch die Wortwahl der „gespeicherten Information“ ersetzt.

#### **2. Rechtliche Einordnung**

Muss man eine unternehmensintern gespeicherte Information den bereits eingeführten Grundbegriffen der Innen- oder Außenumstände zuordnen, so kann es sich

<sup>197</sup> S. auch Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287.

<sup>198</sup> Medicus, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 14.

*per definitionem* ausschließlich um die letztgenannte Kategorie der Außenumstände handeln. Denn die infrage stehende Information ist jedenfalls „außerhalb des menschlichen Gehirns“ verortet.<sup>199</sup> Damit ist aber nicht ausgeschlossen, dass die gespeicherte Information Wissen darstellt,<sup>200</sup> da es auch Außenumstände gibt, die der Kategorie des *blind-eye-knowledge* zuzuordnen sind und damit rechtlich als Kenntnis eines Mitarbeiters und daran anknüpfend als solche der Gesellschaft angesehen werden können. Fällt die gespeicherte Information aber aus dem engen Spektrum der Außenumstände heraus, die noch als *blind-eye-knowledge* aufgefasst werden können, handelt es sich allenfalls um ein Wissenmüssen oder gar um ein Wissenkönnen eines Mitarbeiters und damit – wenn überhaupt – lediglich um ein Wissenmüssen oder -können der Gesellschaft. Im letztgenannten Szenario liegt nie ein Wissen der Gesellschaft vor. Ob eine gespeicherte Information als Wissen der Gesellschaft angesehen werden kann, entscheidet sich demnach an zwei Stell-schrauben, die nacheinander zu betrachten sind: Stellt die Information erstens das *blind-eye-knowledge* auch nur eines Mitarbeiters der juristischen Person dar? Wenn nein, ist ein Wissen der Gesellschaft ausgeschlossen, da es bereits an dem Bezugspunkt der Wissenszurechnung, nämlich dem „Wissen“ fehlt. Wenn ja, kommt es darauf an, ob derjenige Mitarbeiter, der über das *blind-eye-knowledge* verfügt, die Zurechnungsvoraussetzungen erfüllt, um sein Wissen als Wissen der Gesellschaft anzusehen.

Ob gespeicherte Informationen unter das *blind-eye-knowledge* eines Mitarbeiters fallen oder nicht, hat sich daran zu orientieren, ob sie dem konkreten Mitarbeiter innerhalb der *tatsächlichen* Abläufe und Zuständigkeiten innerhalb der Gesellschaft entgegenkommen und sich der Mitarbeiter daraufhin ihrer Wahrnehmung bewusst verschließt. Dabei müssen die tatsächlichen Abläufe und Zuständigkeiten innerhalb der Gesellschaft nicht notwendigerweise mit den *rechtlichen* Pflichten der Mitarbeiter gegenüber der Gesellschaft zusammenfallen. Internen Pflichten kann aber eine Indizwirkung dafür zukommen, wie sich Abläufe und Zuständigkeiten innerhalb des Unternehmens tatsächlich ereignet haben.<sup>201</sup> Denn man wird im Ausgangspunkt widerlegbar davon ausgehen können, dass sich die unternehmensangehörigen Mitarbeiter an ihre Pflichten gegenüber der Gesellschaft halten, sodass ihnen damit im Zusammenhang stehende Informationen auch tatsächlich entgegenkommen. Gelangt man aber zu dem Ergebnis, dass eine bestimmte Information einem konkreten Mitarbeiter im Rahmen seines tatsächlich übernommenen Tätigkeitsbereichs nicht entgegenkommen ist, kann es sich allenfalls um ein Wissenmüssen oder -können dieses Mitarbeiters handeln. Insoweit kann kein Wissen der Gesellschaft begründet

<sup>199</sup> Medicus, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 14. Nach Fietz, Wissenszurechnung, S. 106 führt dies dazu, dass es sich bei Aktenwissen nie um „Wissen“ handeln kann.

<sup>200</sup> A. A. Fietz, Wissenszurechnung, S. 106.

<sup>201</sup> Ähnlich auch im Rahmen des § 48 VwVfG, wo unabhängig von der tatsächlichen Kenntnisnahme des jeweiligen Bearbeiters der Inhalt der präsenten Akten der berufenen innerbehördlichen Stelle als der Behörde bekannt anzusehen ist, vgl. BFHE 185, 568, 570; Sachs, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 48 Rn. 213.

werden. Gegebenenfalls kann aber auf einen anderen Mitarbeiter abgestellt werden, der ein *blind-eye-knowledge* von dieser Information hat. Dann muss dieser Mitarbeiter aber auch die Zurechnungsanforderungen erfüllen, damit sein Wissen als Wissen der Gesellschaft angesehen werden kann.

### 3. Erwägungen für die praktische Handhabung

Befindet sich beispielsweise eine Information auf dem Rechner eines Mitarbeiters,<sup>202</sup> wird man davon ausgehen müssen, dass es sich um *blind-eye-knowledge* dieses Mitarbeiters von der Information handelt, da er tatsächlich im Rahmen täglicher Abläufe und Zuständigkeiten mit dem Rechner arbeitet und ihm währenddessen sämtliche Informationen entgegenkommen, die sich auf diesem Rechner befinden. Dafür können die internen rechtlichen Pflichten aus dem Arbeitsvertrag bzw. aus dem Bestellungsverhältnis gegenüber der juristischen Person als Indiz dafür herangezogen werden, dass der Mitarbeiter in Erfüllung dieser Verpflichtung jegliche Informationen auf seinem Rechner potentiell wahrnimmt, um sie im Interesse der Gesellschaft zu verwenden. Aber selbst, wenn die letztgenannte Komponente der rechtlichen Ausgestaltung nicht gegeben ist, kann aufgrund der tatsächlichen Benutzung eines Rechners festgestellt werden, ob der Mitarbeiter sich darin gespeicherten Informationen bewusst verschlossen hat.

Umgekehrt kann die Indizwirkung der rechtlichen Ausgestaltung auch widerlegt werden, wenn sich etwa herausstellen sollte, dass der Mitarbeiter entgegen seinen internen Pflichten nicht mit dem ihm eigentlich zugeteilten Rechner, sondern aus Unachtsamkeit mit einem anderen „falschen“ Rechner gearbeitet hat, auf dem die Information nicht gespeichert ist. Denn in einem solchen Fall hat er sich nicht bewusst vor einer Information verschlossen, da er nicht wissentlich gemieden hat, dass ihm die Information von dem „richtigen“ Rechner entgegenkommt. Vielmehr handelt es sich in dieser Konstellation um ein Wissenmüssen, da er mit dem „richtigen“ Rechner hätte arbeiten und infolgedessen die dort gespeicherte Information zur Kenntnis hätte nehmen müssen.<sup>203</sup> Ein *blind-eye-knowledge* liegt in einem solchen Fall nur dann vor, wenn er den „falschen“ Rechner nicht bloß aus Unachtsamkeit, sondern gerade deshalb benutzt, um sich vor einer Information auf dem „richtigen“ Rechner bewusst zu verschließen. Dadurch unterscheidet sich die Konstruktion des *blind-eye-knowledge* von den Wissensorganisationspflichten, nach denen ein „Wissen“ der Gesellschaft bereits dann vorläge, wenn der Mitarbeiter entgegen seiner Pflichten fahrlässig einen „falschen“ Rechner benutzt und die relevante Information deshalb nicht wahrgenommen hat.

<sup>202</sup> Die folgenden Ausführungen beziehen sich nicht nur auf Rechner, sondern auf alle möglichen Endgeräte, mit denen Informationen wahrgenommen werden können.

<sup>203</sup> Vgl. auch das Beispiel von Hansen, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.8.148: „if a director was supposed to read a brief containing the inside information but did in fact not, the director was not in possession of the information despite the fact that he ought to have been“.

Nach diesen Grundsätzen ist das *blind-eye-knowledge* eines Mitarbeiters auch dann anzunehmen, wenn er bewusst vereitelt, dass die Information erst auf seinen Rechner gelangt. Denn dadurch sorgt der Mitarbeiter wissentlich dafür, dass die Information nicht das Medium erreicht, durch das ihm innerhalb der tatsächlichen Zuständigkeiten und Abläufe Informationen entgegenkommen. Auf dieser Grundlage lässt sich der Unterschied zwischen Informationsweiterleitung und Informationsbeschaffung in die rechtlichen Abstufungen des Wissens und des Wissenmüssens einordnen: Wird eine Information an einen Mitarbeiter – etwa per E-Mail oder auf seinen Intranet-Account – tatsächlich weitergeleitet, liegt ein *blind-eye-knowledge* dieses Mitarbeiters vor, wenn er die weitergeleitete Information entweder bewusst nicht wahrgenommen oder bewusst dafür gesorgt hat, dass ihn die Information nicht erreicht. Wurde die Information aber tatsächlich nicht weitergeleitet, fehlt es an dem Anknüpfungspunkt für ein *blind-eye-knowledge* des Mitarbeiters. Dies gilt unabhängig davon, ob der Weiterleitende dazu verpflichtet war, dem Mitarbeiter die Information zukommen zu lassen, da die Indizwirkung insoweit widerlegt ist. Auch dadurch unterscheidet sich das *blind-eye-knowledge* von Wissensorganisationspflichten. Denn Wissensorganisationspflichten fingieren ein „Wissen“, solange die Information weitergeleitet werden musste, und zwar unabhängig davon, ob die Information den zuständigen Mitarbeiter erreicht hat oder nicht. Kann nach der Konstruktion des *blind-eye-knowledge* damit nicht an den Mitarbeiter angeknüpft werden, an den die Information nicht weitergeleitet wurde, besteht die Möglichkeit, auf den Weiterleitungspflichtigen abzustellen, sofern die Anforderungen an das *blind-eye-knowledge* in seiner Person erfüllt sind. Dann muss konsequenterweise der Weiterleitende und nicht der Adressat der Weiterleitung die Zurechnungsanforderungen erfüllen, um ein Wissen der Gesellschaft zu begründen.

Bei der Informationsbeschaffung handelt es sich hingegen nicht um Informationen, die dem Mitarbeiter dadurch entgegenkommen, dass sie auf das von ihm tatsächlich benutzte Medium gelangen. Vielmehr muss der Mitarbeiter insoweit auf das Medium eines anderen Unternehmensangehörigen – etwa durch Nachfrage – zugreifen, um dadurch zu veranlassen, dass die dort befindlichen Daten auf den eigenen Rechner transferiert werden. Damit wird nicht an einen Zustand in Form des Entgegenkommens von Informationen, sondern an ein aktives Handeln angeknüpft, womit der Kreis des *blind-eye-knowledge* verlassen wird und stattdessen die Sphären von Außenumständen betreten werden, die als Wissenmüssen oder -können anzusehen sind.<sup>204</sup> Dagegen würden Wissensorganisationspflichten auch dann von einem „Wissen“ der Gesellschaft führen, wenn der Mitarbeiter die Information fahrlässig nicht beschafft hat.

Auch wird man solche Informationen von dem *blind-eye-knowledge* eines Mitarbeiters ausnehmen müssen, die sich etwa in einem (auch virtuellen) Daten- oder

---

<sup>204</sup> Vgl. in diesem Sinne einschränkend *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 20 mit Fn. 44, die nur die Informationsweiterleitung nicht aber die Informationsabfrage als von der Ad-Hoc-Pflicht nach Art. 17 MAR umfasst ansehen.



Aktenraum befinden, den er kraft tatsächlicher interner Abläufe und Zuständigkeiten nicht betritt (oder sich dort nicht einloggt). Denn dann handelt es sich wiederum nicht um ein bewusstes Sich-Verschließen vor den dort enthaltenen Informationen, sondern allenfalls um ein Wissenmüssen oder -können, da eine aktive Informationsbeschaffung gefordert wäre. Dabei können die Informationen im Datenraum aber durchaus als *blind-eye-knowledge* des dafür zuständigen Mitarbeiters angesehen werden, dem die dort enthaltenen Informationen aufgrund tatsächlicher Abläufe und Zuständigkeiten entgegenkommen. Deshalb würde er sich bewusst verschließen, wenn er einzelne gespeicherte Daten nicht wahrnimmt. Um daran anknüpfend aber von einem Wissen der Gesellschaft zu sprechen, müssten in der Person dieses Mitarbeiters die Zurechnungsvoraussetzungen gegeben sein, die sein Wissen zum Wissen der Gesellschaft werden lassen.

### III. Vergessene Umstände aktueller Mitarbeiter

Ein anderes Themenfeld, das für das Wissen einer juristischen Person eine Rolle spielt, ist die Situation, in der aktuelle Mitarbeiter des Unternehmens zwar zu irgendeinem Zeitpunkt von der Information tatsächlich Kenntnis hatten, das relevante Ereignis aber nunmehr nicht in ihrem Gedächtnis abrufen können.

Zunächst bedarf es einer Auseinandersetzung mit der Frage, wie ein „vergessenes“ Ereignis in die Kategorien von Innen- und Außenumständen einzuordnen ist, um daraus herleiten zu können, inwieweit es als Wissen oder Wissenmüssen oder -können angesehen werden kann. Kann sich eine natürliche Person an ein Ereignis erinnern, weil es sich noch in ihrem Gedächtnis befindet, handelt es sich um einen Innenumstand. Ist sie aber nicht in der Lage, das Ereignis durch eigene Geistesanstrengung ihrer aktuellen Vorstellung zuzuführen, weil es sich nicht mehr in ihrem Gedächtnis befindet, ist der Zustand des Vergessens eingetreten. Damit kann ein vergessenes Ereignis kein Innenumstand, sondern allenfalls ein Außenumstand sein.

Dennoch können auch vergessene Umstände Wissen in Form des *blind-eye-knowledge* darstellen. Verschließt sich etwa eine natürliche Person bewusst davor, einen vergessenen Umstand durch ein nach außen gerichtetes Verhalten in Erfahrung zu bringen, indem sie etwa den entsprechenden Dateiodner auf ihrem Rechner ungeöffnet lässt, handelt es sich um ein *blind-eye-knowledge* dieser Person. Dementsprechend handelt es sich bei vergessenen Informationen, die nicht im Wege des *blind-eye-knowledge* als Wissen von Mitarbeitern angesehen werden können, um solche Arten von Außenumständen, die als Wissenmüssen oder -können zu klassifizieren sind.<sup>205</sup> Konsequenterweise fehlt es bei dem Mitarbeiter, der den Umstand vergessen hat, an dem für eine Wissenszurechnung tauglichen Bezugspunkt des „Wissens“. Es kann allenfalls das „Wissenmüssen oder -können“ des Mitarbeiters

---

<sup>205</sup> v. Thur, Der allgemeine Teil, 2. Bd., 1. Hälfte, S. 128.



zugerechnet werden.<sup>206</sup> Das kann dementsprechend aber nur ein Wissenmüssen oder -können der Gesellschaft begründen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dass die vormalis vorhandene tatsächliche Kenntnis eines Mitarbeiters, die der Gesellschaft zu diesem vergangenen Zeitpunkt zugerechnet worden ist, *per se* auch dann im Unternehmen „verbleibt“, wenn der Mitarbeiter die infrage stehende Information vergessen hat. Setzt sich das Wissen einer juristischen Person aus den Komponenten „Wissen“ und „Zurechnung“ zusammen, fehlt es an der erstgenannten Komponente des „Wissens“, wenn es sich um einen vergessenen Umstand handelt, der kein *blind-eye-knowledge* des Mitarbeiters darstellt. Auch scheitert der Versuch, die Kenntnis der juristischen Person damit zu begründen, dass die infrage stehende Information auf einem Datenträger hätte gespeichert werden müssen, um menschlichem Vergessen vorzubeugen. Denn dabei handelt es sich um eine Verhaltensanordnung, die mit dem erst zu erzeugenden Aktenwissen einen neuen Anknüpfungspunkt für ein Wissen schaffen soll. Wurde aber tatsächlich keine Information gespeichert, handelt es sich allenfalls um ein Wissenmüssen oder -können.

#### IV. Wissen ehemaliger Mitarbeiter

In Anwendung der Eigenschaften des Wissensbegriffs lässt sich auch die Konstellation einordnen, in der kein aktueller, sondern nur ein ehemaliger Mitarbeiter des Unternehmens von einer Information weiß. Zwar liegt in Form des Wissens des ehemaligen Mitarbeiters ein tauglicher Bezugspunkt für eine Wissenszurechnung vor. Allerdings wird man an dieser Stelle auch ohne eingehende Auseinandersetzung mit den Anforderungen an eine Wissenszurechnung<sup>207</sup> davon ausgehen müssen, dass ein ehemaliger Mitarbeiter in seiner Person nicht (mehr) die Voraussetzungen erfüllt, um sein Wissen als Wissen der Gesellschaft anzusehen. Dies wird bereits dadurch deutlich, dass man der Gesellschaft auch kein Wissen eines ehemaligen Mitarbeiters zurechnen würde, das er erst zu einem Zeitpunkt erlangt, in dem er aus dem Unternehmen ausgeschieden ist.

Das Wissen eines ehemaligen Mitarbeiters kann insbesondere nicht deshalb als Wissen der Gesellschaft begriffen werden, weil es in der Gesellschaft „verblieben“ wäre. Insoweit würde man nämlich ignorieren, dass Grund und Grenze des Wissens einer juristischen Person immer die Kombination aus dem Bezugspunkt des „Wissens“ und dessen „Zurechnung“ ist. Fällt die Komponente der Zurechnung weg, löst sich das Bindeglied zwischen dem kognitiven Zustand der natürlichen Person und der Korporation, in die sie integriert war. Würde man dennoch davon sprechen, dass das Wissen der natürlichen Person in der Gesellschaft verbleibt, würde man einzig auf den zu einem früheren Zeitpunkt gegebenen Grund der Zurechnung abstellen. Da-

<sup>206</sup> Vgl. auch *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 22.

<sup>207</sup> Vgl. eingehend § 10.

gegen würde man die Grenze dieser Zurechnung übergehen, die dann eintritt, wenn ihre Voraussetzungen nicht mehr gegeben sind.

Diese Betrachtung ist auch teleologisch konsequent: Liegt der Grund für eine Zurechnung in der Arbeitsteilung,<sup>208</sup> verschwindet er dementsprechend, wenn die Arbeit nicht mehr auf den ehemaligen Mitarbeiter aufgeteilt wird. Andernfalls würde dem Unternehmen Wissen zugerechnet, das über dessen tatsächliche Aktivitätsreichweite hinausgeht. Zudem würde die fehlende Möglichkeit des Unternehmens ignoriert, das Wissen des ehemaligen Mitarbeiters an die zuständige Stelle innerhalb der Gesellschaft weiterzuleiten, um wissensabhängige rechtliche Konsequenzen zu verhindern und das Wissen als Produktions- und Wettbewerbsfaktor zu verwerten.<sup>209</sup> Demnach handelt es sich bei dem Wissen eines ehemaligen Mitarbeiters allenfalls um ein Wissenmüssen oder -können der Gesellschaft.<sup>210</sup>

Obwohl das Wissen einer Gesellschaft von einer Information, von der ein ehemaliger Mitarbeiter weiß, nicht unter Rekurs auf die Person dieses ehemaligen Mitarbeiters begründet werden kann, ist nicht ausgeschlossen, dass die Information unter anderen Gesichtspunkten als Wissen des Unternehmens anzusehen ist. Zum einen mag der ehemalige Mitarbeiter die Information unternehmensintern gespeichert haben. Wenn sie sich auch nach seinem Ausscheiden noch in den Datenträgern der Gesellschaft befindet, lässt sie sich nach den geschilderten Maßstäben über eine gespeicherte Information entweder als Wissen (in Form des *blind-eye-knowledge*) oder als Wissenmüssen oder -können aktueller Mitarbeiter einordnen.<sup>211</sup> Wurde die Information hingegen tatsächlich nicht gespeichert, kann es sich allenfalls um ein Wissenmüssen oder -können handeln. Zum anderen kann der ehemalige Mitarbeiter zu einem Zeitpunkt, in dem er noch dem Unternehmen angehörte, die Information an aktuelle Mitarbeiter weitergeleitet haben. Daher kann an die letztgenannten, in der Gesellschaft verbliebenen Personen angeknüpft werden kann, um ein Wissen der Korporation zu begründen. Wurde die Information von aktuellen Mitarbeitern vergessen, gelten die entsprechenden Grundsätze.<sup>212</sup> Damit sind in einem Fall, in dem auf das Wissen eines ehemaligen Mitarbeiters abgestellt wird, die Anforderungen höher, um dieses Wissen auf die Gesellschaft überzuleiten. Dies ist aber nur konsequent, da man ansonsten das Wissen eines ehemaligen und damit dem Unternehmen nicht mehr verbundenen Mitarbeiters dem Wissen eines aktuellen Mitarbeiters gleichstellen würde.

<sup>208</sup> Vgl. Spindler, ZHR 181 (2017), 311, 312; Waltermann, AcP 192 (1992), 181, 198 f.

<sup>209</sup> So auch Spindler, ZHR 181 (2017), 311, 325.

<sup>210</sup> So auch Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 115: „In diesen Fällen geht es bei Lichte betrachtet nicht um Fragen des Wissens, sondern des *Wissenmüssens*“ (Hervorhebung im Text).

<sup>211</sup> Vgl. § 6 E. II.

<sup>212</sup> Vgl. § 6 E. III.

## V. Teilwissen aktueller Mitarbeiter

Schließlich lässt sich mithilfe der Kategorisierung in Innen- und Außenumstände auch die Konstellation einordnen, in der aktuelle Mitarbeiter jeweils nur von unterschiedlichen Bruchstücken einer Information wissen. Hierbei steht die Frage im Raum, unter welchen Voraussetzungen die juristische Person so behandelt werden muss, als kenne sie die gesamte Information. Steht etwa fest, dass die Mitarbeiter  $M_1$  und  $M_2$  jeweils Kenntnis von unterschiedlichen Teilen einer Information haben, aber keiner von ihnen von dem infrage stehenden Ereignis in seiner Gänze weiß, kann der Gesellschaft sowohl das Teilwissen des  $M_1$  als auch jenes des  $M_2$  zugerechnet werden, wenn die entsprechenden Zurechnungsvoraussetzungen vorliegen. Dies führt aber nicht dazu, dass die juristische Person Kenntnis von der vollständigen Information hat. Denn der Bezugspunkt der Zurechnung war jeweils nur das Teilwissen der unterschiedlichen Mitarbeiter. Hingegen müsste das Teilwissen von  $M_1$  mit dem Teilwissen von  $M_2$  durch ein zusätzliches Verhalten – etwa die Weiterleitung des Informationsteils von  $M_1$  an  $M_2$  oder umgekehrt – verbunden werden, um ein Gesamtwissen zu schaffen, das der Gesellschaft zugerechnet werden kann. Denn genauso wie zwei Mosaikstücke durch ein weiteres Element verbunden werden müssen, um ein über die Einzelteile hinausgehendes Gesamtbild zu erzeugen, können bloß nebeneinander existierende Teilinformationen nicht ohne ihre Zusammenführung ein Gesamtereignis darstellen. Daher handelt es sich bei dem Gesamtereignis vor der Zusammenführung sowohl für  $M_1$  als auch für  $M_2$  um einen Außenumstand.

Ob daraus ein *blind-eye-knowledge* eines der Mitarbeiter oder beider folgt (dann Wissenszurechnung) oder aber lediglich ein Wissenmüssen oder -können vorliegt (dann allenfalls Verhaltenszurechnung), ist nach den geschilderten Grundsätzen zu beurteilen. Verschließt sich etwa  $M_1$  vor dem Teilwissen des  $M_2$ , nachdem  $M_2$  dem  $M_1$  die entsprechende Teilinformation weitergeleitet hat, verfügt  $M_1$  wegen seines *blind-eye-knowledge* über die Kenntnis von der Gesamtinformation, sodass ein tauglicher Bezugspunkt für eine Wissenszurechnung vorliegt. Wurde aber keine der Teilinformationen weitergeleitet und trifft den  $M_1$  die interne Pflicht, sich etwaiges Teilwissen des  $M_2$  durch Nachfrage zu beschaffen, handelt es sich lediglich um ein Wissenmüssen und damit allenfalls um ein Wissenmüssen der Gesellschaft.<sup>213</sup> Entsprechendes gilt, wenn  $M_1$  und  $M_2$  ihr jeweiliges Teilwissen einem  $M_3$  weitergeleitet haben – dann besteht *blind-eye-knowledge* des  $M_3$  – oder  $M_3$  sich die entsprechenden Teilinformationen beschaffen muss bzw. kann – dann liegt Wissenmüssen bzw. -können des  $M_3$  vor. Schließlich kann sich ein *blind-eye-knowledge* auch daraus ergeben, dass die jeweilige Teilinformation ihrem Inhalt nach zu erkennen gibt, dass sie nur einen Aspekt eines Gesamtereignisses bildet. Je nachdem wie stark der daraus resultierende Anlass ist, das Ereignis in seiner Gänze zu er-

<sup>213</sup> So auch Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 115: „In diesen Fällen geht es bei Lichte betrachtet nicht um Fragen des Wissens, sondern des *Wissenmüssens*“ (Hervorhebung im Text).

forschen, liegt entweder ein *blind-eye-knowledge* oder ein Wissenmüssen bzw. -können vor.

## F. Zwischenergebnis

Soll der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet werden, Insiderinformationen zu veröffentlichen, bedarf es stets einer Zurechnung, da eine juristische und keine natürliche Person adressiert ist. Entscheidend ist dabei, dass anhand der Vorschrift des Art. 17 Abs. 1 MAR zu ermitteln ist, worin der Bezugspunkt für eine Zurechnung liegt. Setzt eine Regelung ein Wissen der juristischen Person voraus, ist tauglicher Bezugspunkt der Zurechnung einzig das Wissen einer natürlichen Person. Es handelt sich somit um eine Wissenszurechnung. Die Reichweite einer solchen Wissenszurechnung hängt davon ab, welche Anforderungen hierfür an die natürlichen Personen gestellt werden, deren Wissen zugerechnet werden soll. Die Anforderungen können etwa so ausgestaltet sein, dass nur das Wissen der Führungskräfte zugerechnet wird oder so, dass auch das Wissen der Mitarbeiter unterer Hierarchieebenen zugerechnet wird. Lässt eine Vorschrift hingegen auch ein Wissenmüssen oder -können des Normadressaten genügen, so muss der Bezugspunkt der Zurechnung nicht unbedingt ein Wissen, sondern kann auch ein Wissenmüssen oder -können einer natürlichen Person sein. Dabei handelt es sich um eine Verhaltenszurechnung, infolge derer die juristische Person weitergehenden Rechtsfolgen ausgesetzt ist als im Falle einer Wissenszurechnung.

Dieser konstruktive Unterschied kann an zwei Stellen verschwimmen: zum einen bei der Definition des Wissens und zum anderen bei der Festlegung der Maßstäbe für eine Wissenszurechnung. Wird bereits der Begriff des Wissens einer weiten Interpretation zugeführt, weil etwa bestimmte Verhaltenspflichten als Wissen angesehen werden, mutiert das Wissen zu einem Verhalten, mit der Folge, dass sich die Wissenszurechnung dementsprechend kaum mehr von einer Verhaltenszurechnung unterscheidet. Daher entsteht die berechtigte Frage, ob der Gesetzgeber solche Verhaltenspflichten tatsächlich als Bestandteil des Wissensbegriffs erblicken wollte.

Wird das Wissen hingegen eng verstanden, kann zwar nur eine Wissenszurechnung und keine Verhaltenszurechnung zu Rechtsfolgen gegenüber der juristischen Person führen. Aber je nachdem, auf welche Wissensträger sich die Zurechnung des Wissens erstreckt, können gleichwohl Pflichten einer juristischen Person herbeigeführt werden, die dem Ergebnis einer Verhaltenszurechnung nahe kommen: Wird das Wissen eng definiert, dafür aber das Wissen jeglicher Mitarbeiter zugerechnet, gleicht dies im Ergebnis einer Konstruktion, die zwar personell nur an einzelne Unternehmensangehörige, wie etwa an Führungskräfte, dafür aber an ein Verhalten in Form einer Informationsbeschaffungspflicht anknüpft.

Wenn also die Frage aufgeworfen wird, ob Art. 17 Abs. 1 MAR die „Kenntnis“ des Emittenten von der Insiderinformation voraussetzt (vgl. hierzu §§ 7, 8), geht es

darum, den Bezugspunkt der Zurechnung zu bestimmen. Würde es sich bei Art. 17 Abs. 1 MAR um eine Vorschrift handeln, die ein „Wissen“ voraussetzt, käme insoweit einzig eine Wissenszurechnung und keine Verhaltenszurechnung infrage. Für die Zwecke einer Wissenszurechnung könnte insoweit nur an natürliche Personen innerhalb des Emittenten angeknüpft werden, für die die infrage stehende Insiderinformation ein „Wissen“ darstellt. Wie sich aus der Systematik unionsrechtlicher Regelungen ergibt, die strikt zwischen einem Wissen und einem Wissenmüssen unterscheiden, handelt es sich um ein „Wissen“ einer natürlichen Person, wenn die Insiderinformation für sie einen Innumstand (Vorstellungs- oder Gedächtnisumstand) oder ein *blind-eye-knowledge* darstellt. Folge wäre grundsätzlich, dass für die Zwecke einer Zurechnung nur an Innumstände oder an das *blind-eye-knowledge* von Mitarbeitern angeknüpft werden kann. Damit lassen sich auch solche Konstellationen interessengerecht lösen, die einzig im Umgang mit juristischen Personen auftreten können, wie das Aktenwissen, vergessene Umstände aktueller Mitarbeiter, das Wissen ehemaliger Mitarbeiter und das Teilwissen aktueller Mitarbeiter.

Bei einer solchen Betrachtung darf aber nicht stehen geblieben werden, da man den Wissensbegriff andernfalls bereits eindeutig definieren würde, ohne untersucht zu haben, ob die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht doch einen erweiterten Wissensbegriff fordert. Dies könnte insbesondere mit dem Argument bejaht werden, dass es Konstellationen gibt, in denen unter Rückgriff auf die Figur der Wissensorganisationspflichten etwas als Wissen einer juristischen Person angesehen werden muss, was eigentlich der Kategorie des Wissenmüssens zuzuordnen wäre. Hierdurch wird das Wissenmüssen in ein Wissen und demzufolge die Wissenszurechnung in eine Verhaltenszurechnung verwandelt. Bei einer Verhaltenszurechnung ist die juristische Person aber weitergehenden Rechtsfolgen ausgesetzt, als bei einer Wissenszurechnung. Wendet man also Wissensorganisationspflichten an, um ein „Wissen“ von juristischen Personen zu begründen, handelt es sich um eine Rechtsfortbildung, die einer Rechtfertigung bedarf (vgl. hierzu § 9). Erst wenn der Bezugspunkt der Zurechnung abgesteckt ist, kann die Frage aufgeworfen werden, welche Maßstäbe an eine Zurechnung anzulegen sind (vgl. hierzu Teil 4).

## **§ 7 Ad-Hoc-Publizität und nationale Vorschriften**

### **A. Grundsätzliche Bedenken im Zusammenhang mit dem Wissenserfordernis**

#### **I. Beschränkter Bedeutungsgehalt für die Auslegung von Unionsrecht**

Wenn man sich der Frage zuwendet, inwieweit die Kenntnis des Emittenten für die Ad-Hoc-Publizität eine Rolle spielt, begegnet man Stimmen, die nationale Vorschriften heranziehen, um auf den Regelungsgehalt der unional geregelten Ad-Hoc-Publizität zu schließen. Unter anderem Habersack stellt auf den Verschuldens-

maßstab des § 37b Abs. 2 WpHG a. F. (jetzt § 97 Abs. 2 WpHG) ab, um zu ermitteln, welche Insiderinformationen der Emittent nach § 15 WpHG a. F. (jetzt Art. 17 Abs. 1 MAR) veröffentlichen muss.<sup>214</sup> Da § 37 Abs. 2 WpHG a. F. verlange, dass der Emittent vorsätzlich oder grob fahrlässig gehandelt habe, verletze der Emittent die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG a. F., wenn er Insiderinformationen nicht veröffentliche, von denen er grob fahrlässig nicht wisse. Dieser Maßstab sei auch auf Art. 17 Abs. 1 MAR anzuwenden.<sup>215</sup>

Den Stimmen, die den Maßstab der groben Fahrlässigkeit des § 97 Abs. 2 WpHG auf Art. 17 MAR übertragen wollen, ist schon im Ausgangspunkt entgegenzuhalten, dass es für die Auslegung der Sekundärvorschrift des Art. 17 MAR nicht darauf ankommen kann, welchen Verschuldensmaßstab eine nationale Regelung aufstellt.<sup>216</sup> Nationale Regelungen, die an den Tatbestand des Art. 17 MAR anknüpfen, können lediglich insoweit als Argumentationsstütze aufgegriffen werden, als es darum geht, wie die mitgliedstaatliche Gesetzgebung die europäische Ad-Hoc-Publizitätspflicht interpretiert. Es ist nämlich möglich, dass die nationale Ausgestaltung von Tatbeständen nur dann nachvollziehbar ist, wenn in Art. 17 Abs. 1 MAR bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein müssen. Dann wäre es nicht unplausibel, dass ebendiese Voraussetzungen auch unionsrechtlich gewollt waren – freilich, ohne dass ein solcher Rückschluss vor dem Hintergrund der Normenhierarchie erlaubt wäre.

## II. Unterschiedliche Verschuldensmaßstäbe nationaler Vorschriften

Die geschilderte Auffassung, die den Verschuldensmaßstab des § 97 Abs. 2 WpHG auf Art. 17 Abs. 1 MAR überträgt, muss sich auch ungeachtet des Rangverhältnisses der Vorschriften dem Einwand stellen, warum sie ausgerechnet aus § 97 WpHG Rückschlüsse auf den Pflichteninhalt des Art. 17 Abs. 1 MAR zieht. Denn § 6 Abs. 6–10 WpHG und § 120 Abs. 15 WpHG knüpfen gleichermaßen an die unionsrechtlich statuierte Ad-Hoc-Publizitätspflicht an. Während § 6 Abs. 6–10 WpHG in Umsetzung der in Art. 30 Abs. 2 MAR geregelten verwaltungsrechtlichen Maßnahmen überhaupt keinen Verschuldensmaßstab erkennen lassen, stellt die Bußgeldandrohung des § 120 Abs. 15 WpHG auf ein leichtfertiges Verhalten des Emittenten ab. Wenn bereits entgegen der eingangs erwähnten Kritik nationale Regelungen aufgegriffen werden, läge es sogar näher, die Verhaltensanforderungen des Art. 17 Abs. 1 MAR unter Bezugnahme der Maßstäbe in §§ 6, 120 WpHG auszuformen. Denn diese Regelungen setzen zumindest die expliziten Vorgaben des

---

<sup>214</sup> *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; ähnlich bereits zuvor *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, §§ 37b/c Rn. 178 ff.

<sup>215</sup> *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555.

<sup>216</sup> So auch *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 92; *Engelhardt*, Wissensverschulden, S. 119.

Art. 30 Abs. 2 MAR um. Dagegen ist die Schadensersatzpflicht des Emittenten nicht ausdrücklich in der MAR angelegt.<sup>217</sup>

Aber noch viel entscheidender ist der Umstand, dass der Pflichteninhalt des Art. 17 Abs. 1 MAR unter Rückgriff auf § 97 Abs. 2 WpHG nicht mit Wirkung für andere nationale Vorschriften bestimmt werden kann, die – wie etwa §§ 6, 120 WpHG – ebenfalls auf Art. 17 Abs. 1 MAR Bezug nehmen. So setzen weder § 6 Abs. 6–10 WpHG noch § 120 Abs. 15 WpHG voraus, dass der Emittent grob fahrlässig gehandelt hat. Jedoch würde ein in Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesener Maßstab der groben Fahrlässigkeit auf § 6 Abs. 6–10 WpHG und § 120 Abs. 15 WpHG ausstrahlen, da diese Vorschriften gleichermaßen daran anknüpfen, dass der Emittent den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR erfüllt hat. Würde ein Emittent gegen Art. 17 Abs. 1 MAR verstoßen, wenn er eine Insiderinformation nicht veröffentlicht, die er grob fahrlässig nicht kannte, müsste diese Voraussetzung stets auch im Rahmen der § 6 Abs. 6–10 WpHG und § 120 Abs. 15 WpHG berücksichtigt werden. Im Ergebnis würde der Maßstab des § 97 Abs. 2 WpHG über das Vehikel des Art. 17 Abs. 1 MAR auf §§ 6, 120 WpHG übertragen. Dies ist aber weder im Sinne des nationalen noch des unionalen Gesetzgebers.

### III. Keine gespaltene Auslegung unionaler Vorschriften

Angesichts des Problems, dass die nationalen Vorschriften der §§ 6, 97, 120 WpHG jeweils unterschiedliche oder keine Verschuldensmaßstäbe enthalten, kann man noch auf die Idee kommen, eine gespaltene Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR vorzunehmen. Dann würde Art. 17 Abs. 1 MAR grob fahrlässige Unkenntnis voraussetzen, wenn es um einen Schadensersatzanspruch nach § 97 WpHG geht, und leichtfertige Unkenntnis, wenn es sich um ein Bußgeld nach § 120 Abs. 15 WpHG handelt. Dagegen müsste Art. 17 Abs. 1 MAR bei verwaltungsrechtlichen Präventivmaßnahmen objektiv ausgelegt werden, da § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG überhaupt kein Verschulden des Emittenten voraussetzten. Eine solche Vorgehensweise ist aber bereits deshalb problematisch, weil der Emittent den Rechtsfolgen der § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG ausgesetzt wäre, ohne dass sie durch ein kognitives Element oder ein Verschulden beschränkt wären.

Außerdem würde das Unionsrecht im Lichte der nationalen Rechtsfolge interpretiert, was genau die entgegengesetzte Stoßrichtung der Gesetzesauslegung bedeutet als durch den Anwendungsvorrang und die autonome Auslegung des Unionsrechts vorgegeben.<sup>218</sup> Zudem besteht aus europäischer Perspektive bereits des-

<sup>217</sup> Vgl. bereits § 5 C.

<sup>218</sup> Daher richtigerweise für eine autonome Auslegung *Buck-Heeb*, WM 2020, 157, 159 f. Vgl. grundlegend bereits EuGH, Urt. v. 15.7.1964, C-6/64, ECLI:EU:C:1964:66, Rn. 48 – *Costa/E.N.E.L.*, BeckRS 1964, 105086. Allgemein zum Anwendungsvorrang EuGH, Urt. v. 17.12.1970, C-11/70, ECLI:EU:C:1970:114, Rn. 3 – *Internationale Handelsgesellschaft*, NJW

halb kein Anlass, eine sekundärrechtliche Norm gespalten auszulegen, weil dem Unionsrecht die strikte Teilung zwischen den einzelnen Rechtsgebieten des Zivilrechts, des Straf- bzw. Bußgeldrechts und des Verwaltungsrechts nicht in dem gleichen Maße bekannt ist wie etwa der deutschen Rechtsordnung.<sup>219</sup> Konsequenterweise lehnt der EuGH aus Gründen der Vereinheitlichung des europäischen Rechtsraums eine gespaltene Auslegung von unionsrechtlichen Vorschriften ab.<sup>220</sup> Daher ist der Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR unionsrechtlich autonom und damit einheitlich auszulegen, während den nationalen Besonderheiten, die im Zusammenhang mit einer Unterteilung in Rechtsgebiete auftreten, auf ebendieser nationalen Ebene Rechnung zu tragen ist.<sup>221</sup>

#### IV. Unterscheidung zwischen Pflichtverletzung und Verschulden

Auch wenn man alle Einwände gegen systematische Schlüsse ausblenden würde, die aus nationalen Vorschriften für die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR gewonnen werden können, wäre der Struktur des § 97 WpHG jedenfalls zu entnehmen, dass der deutsche Gesetzgeber die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR nicht so auffasst, als käme es dort auf die (grob) fahrlässige Unkenntnis des Emittenten an. Indem § 97 WpHG den Tatbestand des Art. 17 MAR inkorporiert, knüpft er bereits an einen vom WpHG unabhängig existierenden Pflichtenkanon an. Die Prüfung erfolgt mithin zweistufig, indem auf der ersten Stufe eine Verletzung der Pflicht aus Art. 17 MAR festgestellt und auf der zweiten Stufe die Frage aufgeworfen wird, ob der Emittent diese Pflichtverletzung nach § 97 Abs. 2 WpHG zu verschulden hat. Daher können sich Pflichteninhalt und Verschulden nicht decken.<sup>222</sup>

---

1971, 343; EuGH, Urt. v. 26.2.2013, C-399/11, ECLI:EU:C:2013:107, Rn. 59 ff. – Melloni, NJW 2013, 1215; *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 1 AEUV Rn. 19.

<sup>219</sup> So ausdrücklich *Rüthers/Stadler*, Allgemeiner Teil des BGB, § 1 Rn. 5: „Hinzu kommt, dass die herkömmliche Unterscheidung zwischen Privat- und Öffentlichem Recht in den selbstständigen Gebieten teilweise keine Geltung mehr beanspruchen kann. Es entwickeln sich eigenständige Disziplinen mit gemischten zivil- und öffentlich-rechtlichen Elementen wie im Wirtschaftsrecht“.

<sup>220</sup> EuGH, Urt. v. 22.11.2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, Rn. 28 – *Grøngaard*, NJW 2006, 133: „die Auslegung des Anwendungsbereichs einer Richtlinie [kann] nicht davon abhängen, ob sie in einem zivil-, verwaltungs- oder strafrechtlichen Verfahren geltend gemacht wird“.

<sup>221</sup> Vgl. *Buck-Heeb*, WM 2020, 157, 159 f. Relativierend *Cahn*, in: FS 25 Jahre WpHG, S. 41, 52, der den EuGH so deutet, dass das Unionsrecht nicht durch das nationale Recht interpretiert werden soll, es aber eine andere Frage ist, ob innerhalb des Unionsrechts eine gespaltene Auslegung möglich ist. Hier geht es aber darum, dass sich die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR an dem Charakter der Rechtsfolgen der §§ 6, 97, 120 WpHG orientiert, daher würde auch *Cahn* diesbezüglich eine gespaltene Auslegung ablehnen.

<sup>222</sup> In diese Richtung auch *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 55 f.; a. A. *Breuer*, Wissen, S. 33 f., der beide Komponenten gleichsetzt.



Wenn man aber, wie Habersack, den Pflichteninhalt des Art. 17 Abs. 1 MAR damit ausfüllt, dass der Emittent solche Insiderinformationen veröffentlichen muss, die er grob fahrlässig nicht kennt und den so gewählten Maßstab damit begründet, dass § 97 Abs. 2 WpHG ebenfalls die grobe Fahrlässigkeit voraussetzt, überträgt man den Verschuldensmaßstab der zweiten Stufe auf den Pflichteninhalt der ersten Stufe. Hierdurch würde bereits prozessual ein eigenartiges Ergebnis erzielt, da nicht erklärt werden könnte, wer die Darlegungs- und Beweislast dafür trägt, dass der Emittent die Insiderinformation grob fahrlässig nicht kannte. So muss einerseits der Kläger darlegen und gegebenenfalls beweisen, dass der Emittent gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR verstoßen hat (vgl. § 97 Abs. 1 WpHG), andererseits muss der Emittent aufgrund der Beweislastumkehr in § 97 Abs. 2 WpHG darlegen und gegebenenfalls beweisen, dass er nicht grob fahrlässig gegen Art. 17 Abs. 1 MAR verstoßen hat. Die Beweislastumkehr nach § 97 Abs. 2 WpHG spielt also erst dann eine Rolle, wenn der Kläger einen Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR dargelegt und gegebenenfalls bewiesen hat. Daher muss nach Habersack eigentlich der Kläger darlegen und gegebenenfalls beweisen, dass der Emittent die veröffentlichungspflichtige Insiderinformation grob fahrlässig nicht kannte, da dieses Merkmal nach dieser Ansicht zum Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR gehört. Dies verwundert aber insoweit, als § 97 Abs. 2 WpHG für den Maßstab der groben Fahrlässigkeit eine Beweislastumkehr vorsieht und Habersack gerade diesen Maßstab auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen will. Dieser Widerspruch zeigt, dass dem nationalen Gesetzgeber bei Schaffung des § 97 WpHG nicht vorschwebte, dass es im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR auf eine grob fahrlässige Unkenntnis ankommt.

Außerdem würde der Pflichteninhalt des Art. 17 Abs. 1 MAR künstlich unterteilt, wenn man ihn auf Insiderinformationen beziehen würde, die der Emittent grob fahrlässig nicht kennt. Denn auf diese Weise entsteht einerseits ein „Verschuldensteil“ des Art. 17 Abs. 1 MAR, und zwar im Hinblick darauf, dass der Maßstab der groben Fahrlässigkeit angelegt wird, wenn es darum geht, über welche Insiderinformation er verfügen muss.<sup>223</sup> Zum anderen verbleibt ein „objektiver Teil“, da der restliche Pflichteninhalt, wie etwa die rechtzeitige und korrekte Bekanntgabe, für die Zwecke des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht daran gemessen wird, ob der Emittent grob fahrlässig gehandelt hat. Bezieht sich der Pflichtenapell des Art. 17 Abs. 1 MAR aber einheitlich auf eine „unverzügliche Bekanntgabe“, ist nicht ersichtlich, warum der damit zusammenhängende Pflichteninhalt in einen Verschuldensteil in Form der fahrlässigen Unkenntnis einer Insiderinformation und einen objektiven Teil hinsichtlich des restlichen Pflichtenkanons im Umgang mit einer bekannten Insiderinformation gespalten werden sollte.

Es gibt daher zwei Möglichkeiten, um insoweit kohärente Ergebnisse zu erzielen. Die erste Möglichkeit besteht darin, Art. 17 Abs. 1 MAR in jeder Hinsicht objektiv auszulegen. Danach müsste der Emittent jede Insiderinformation beschaffen, or-

<sup>223</sup> Dazu, dass die fahrlässige Unkenntnis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ein Verschulden darstellen würde vgl. § 6 C. I.

ganisieren und bekanntgeben, unabhängig davon, ob er sie fahrlässig nicht kannte. Für die Zwecke einer zivilrechtlichen oder bußgeldrechtlichen Haftung würde im Anschluss daran gefragt werden, ob den Emittenten hinsichtlich dieses Pflichtenkanons ein Verschulden trifft.<sup>224</sup> Im Falle der § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG fände hingegen keine Begrenzung durch ein Verschulden statt. Dies ist insoweit problematisch, als der Emittent den Rechtsfolgen der § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG ausgesetzt wäre, unabhängig davon, ob er von der Insiderinformation weiß und unabhängig davon, ob ihn ein Verschulden trifft. Auf eine Entgrenzung der Rechtsfolgen durch § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG haben die Ansichten, die das Kennniserfordernis erst auf nationaler Ebene verorten wollen,<sup>225</sup> noch keine Antwort gegeben.<sup>226</sup>

Die zweite Möglichkeit besteht darin, Art. 17 Abs. 1 MAR durch ein subjektives Element zu begrenzen, das verschieden von einem Verschuldensmaßstab ist. Dafür bietet sich etwa die Voraussetzung der positiven Kenntnis an, da sie nicht zwingend in der groben Fahrlässigkeit enthalten ist.<sup>227</sup> Dann bestünde die Pflichtverletzung nach Art. 17 Abs. 1 MAR darin, dass der Emittent von einer ihn unmittelbar betreffenden Insiderinformation wusste, diese aber nicht baldmöglichst veröffentlichte. Sodann wäre im Rahmen des § 97 WpHG die Frage zu stellen, ob der Emittent die ihm bekannte Insiderinformation vorsätzlich oder grob fahrlässig nicht veröffentlichte. Die Alternative der groben Fahrlässigkeit würde sich darauf beziehen, ob der Emittent die ihm bekannte Insiderinformation rechtzeitig und korrekt bekanntgibt. Ihr würde demnach ein signifikanter Anwendungsbereich auch für den Fall verbleiben, dass Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis des Emittenten voraussetzt.<sup>228</sup> Entsprechendes würde im Zusammenhang mit einer Bußgeldhaftung nach § 120 Abs. 15 WpHG gelten, bei der der Emittent zumindest leichtfertig gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstoßen haben müsste. Im Falle des § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG fände hingegen keine Begrenzung durch ein Verschulden statt. Ein ausserndes Risiko, nach § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG in Anspruch genommen zu werden, wird aber dadurch begrenzt, dass Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis des Emittenten voraussetzt.

Dass eine verschuldensabhängige Schadensersatzhaftung bei unterlassener Ad-Hoc-Mitteilung nicht mit einem Kennniserfordernis kollidiert, zeigen etwa die entsprechenden Regelungen in Singapur. Dort ist der Emittent schadensersatzpflichtig, wenn er gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstößt.<sup>229</sup> Dabei setzt die

---

<sup>224</sup> So *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427 ff.; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 42 ff., 46 ff., 76 ff., 110 ff.; *Thomale*, NZG 2018, 1007, 1008 ff.; *Thomale*, AG 2019, 189 ff.; eingehend § 2 III.

<sup>225</sup> Vgl. hierzu eingehend § 7 B.

<sup>226</sup> Vgl. *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 77 f.

<sup>227</sup> Vgl. § 6 C. I.

<sup>228</sup> Anders *Engelhardt*, Wissensverschulden, S. 119.

<sup>229</sup> Sec. 203 Securities and Futures Act 2001 (SFO): „A person to whom this subsection applies must not intentionally, recklessly or negligently fail to notify the approved exchange of

Veröffentlichungspflicht in Singapur ausdrücklich die Kenntnis des Emittenten von der kursrelevanten Information voraus.<sup>230</sup> Dies hat den Gesetzgeber nicht daran gehindert, bei der daran anknüpfenden Schadensersatzhaftung zu fordern, dass der Emittent die Ad-Hoc-Publizitätspflicht vorsätzlich, rücksichtslos oder fahrlässig („intentionally, recklessly or negligently“) verletzt.<sup>231</sup>

## B. Verständnis des nationalen Gesetzgebers

### I. „Mitteilung“

Unter Verweis auf die verschuldensunabhängigen Rechtsfolgen in § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG hat sich bereits abgezeichnet, dass es nahe liegt, den Tatbestand der Ad-Hoc-Publizität auf Ebene des Art. 17 Abs. 1 MAR zu beschränken. Dennoch existieren Ansätze, die Art. 17 Abs. 1 MAR objektiv auslegen und das Problem des Wissens und der Wissenszurechnung ausschließlich auf Ebene von nationalen Vorschriften ansiedeln wollen.<sup>232</sup> Ob diese Bestrebungen das Wissenserfordernis auf nationaler Ebene stichhaltig herleiten, soll an dieser Stelle eingehend untersucht werden.

Thomale stützt das Wissenserfordernis im Rahmen der Haftung nach § 97 WpHG darauf, dass der Emittent dazu verpflichtet ist, Insiderinformationen „mitzuteilen“.<sup>233</sup> Dies geschehe dadurch, dass er kraft seiner eigenen Kenntnis eine „Mit-Kenntnis“ der Öffentlichkeit schaffe. Diese „Mit-Kenntnis“ setze die ursprüngliche Kenntnis des Emittenten voraus.

Jedoch ist diese Argumentation bereits in sich nicht schlüssig. So findet sich der Begriff der „Mitteilung“ allein im Wortlaut des § 15 WpHG a. F. wieder und dort nur in den Regelungsbereichen, die nicht die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten zum Gegenstand haben.<sup>234</sup> Wenn es nämlich um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten geht, spricht § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG a. F. von einer „Veröffentlichung“ und nicht von einer „Mitteilung“. Daher kann im Wege einer Auslegung des Begriffs der „Mitteilung“ nicht erschlossen werden, was der Gesetzgeber mit einer „Veröffentlichung“ für die Zwecke der Ad-Hoc-Publizität gemeint hat. Ebenso wenig eignet sich dieser Ansatz, um die Pflichten nach § 97 WpHG zu bestimmen, der eine

---

such information as is required to be disclosed by the approved exchange under the listing rules or any other requirement of the approved exchange“.

<sup>230</sup> Vgl. Sec. 703 RB-SGX: „An issuer must announce any information known to the issuer concerning it“.

<sup>231</sup> Sec. 203 Securities and Futures Act 2001 (SFO).

<sup>232</sup> So *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427 ff.; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 42 ff., 46 ff., 76 ff., 110 ff.; *Thomale*, NZG 2018, 1007, 1008 ff.; *Thomale*, AG 2019, 189 ff.; eingehend § 2 C.

<sup>233</sup> *Thomale*, NZG 2018, 1007, 1009 f.; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 50 f.

<sup>234</sup> Vgl. § 15 Abs. 1 Satz 4, Satz 5, Abs. 3 Satz 2, Abs. 4 Satz 4, Abs. 5 Satz 2, Abs. 7 S. 1 Nr. 2 WpHG a. F.

„Mitteilung“ mit keinem Wort erwähnt. Und selbst wenn man den Begriff der „Mitteilung“ i. S. d. § 15 WpHG a. F. heranziehen wollte, um zu folgern, dass ein Emittent nur solche Insiderinformationen zu veröffentlichen hat, die ihm bereits bekannt sind, besteht kein Grund, ein Kenntniserfordernis – wie Thomale – nur bei der zivilrechtlichen Haftung zu fordern. Denn gibt man vor, die Voraussetzung der Kenntnis aus einem Tatbestandsmerkmal (hier der Mitteilung) hergeleitet zu haben, das einzig in der allgemeinen Verhaltensvorgabe des § 15 WpHG a. F. auftaucht, müsste das Wissenserfordernis bereits auf dieser Ebene und nicht erst auf der nachgelagerten Haftungsebene des § 37b WpHG a. F. (jetzt § 97 WpHG) zu berücksichtigen sein.

Aber auch unabhängig davon präsentiert man – indem man darauf abstellt, dass eine Mitteilung die Kenntnis des Emittenten voraussetzt – gegenüber Vertretern einer Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation nichts, worauf sie keine Antwort hätten. Denn die Ansichten, die den Emittenten nicht nur zur Bekanntgabe, sondern auch zur Suche und Organisation von Insiderinformationen verpflichten wollen, leugnen nicht, dass der Emittent eine Information nur mitteilen kann, wenn er von ihr weiß. Vielmehr gehört es nach diesen Ansichten eben auch zur Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten, dafür zu sorgen, dass er von kursrelevanten Informationen erfährt, und zwar indem er die Information im Vorfeld ihrer Mitteilung auffindet und intern organisiert. Die Anknüpfung an den Begriff der Mitteilung zeigt demnach zwar, dass der Emittent nur etwas mitteilen kann, von dem er weiß; sie sagt aber nichts darüber aus, ob den Emittenten auch die Pflicht trifft, dafür zu sorgen, dass er etwas weiß.

## II. „Zögern“

Eine zusätzliche Argumentationslinie zeigt Liebscher auf, indem er daran anknüpft, dass der Emittent die Insiderinformation „unverzüglich“ bekanntzugeben habe.<sup>235</sup> Dies setzte voraus, dass der Emittent die Insiderinformation ohne schuldhaftes „Zögern“ veröffentliche. Der Emittent könne aber nicht zögern, eine Information bekanntzugeben, wenn er die Information nicht kenne. Daher sei das Wissen des Emittenten jedenfalls Tatbestandsvoraussetzung für die zivilrechtliche Haftung nach § 97 WpHG.

Jedoch ist bereits fraglich, inwieweit ein schuldhaftes Zögern in das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ i. S. d. § 97 WpHG hineingelesen werden kann.<sup>236</sup> Diese Frage stellt sich nicht nur im Rahmen des § 97 WpHG, sondern auch im Zusammenhang mit dem Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR, der ebenfalls voraussetzt, dass der Emittent die Insiderinformation „unverzüglich“ bekannt gibt. Was genau unter dem

---

<sup>235</sup> Liebscher, ZIP 2019, 1837, 1848.

<sup>236</sup> Dagegen etwa Zimmer/Steinhaeuser, in: Schwark/Zimmer, KMRK, §§ 97, 98 WpHG Rn. 41.

Merkmal der „Unverzüglichkeit“ zu verstehen ist, wird an späterer Stelle eingehend zu untersuchen sein.<sup>237</sup>

In dem vorliegenden Zusammenhang braucht die genaue Bedeutung der „Unverzüglichkeit“ aber nicht geklärt zu werden, da die Folgerung Liebschers bereits aus einem anderen Grund zweifelhaft ist. Sie setzt nämlich gerade das voraus, was sie begründen will: Erstreckt man die Bekanntgabepflicht ausschließlich auf solche Informationen, über die der Emittent verfügt, kann sich das Zögern folgerichtig nur auf eine unterlassene Veröffentlichung dem Unternehmen bereits bekannter Insiderinformationen beziehen. Wenn man in die Bekanntgabepflicht aber auch die Informationsbeschaffung und -organisation hineinliest, kann der Emittent auch zögern, Informationen aufzufinden und zu organisieren. Das heißt, je nachdem, welche Verhaltensweisen man mit der Ad-Hoc-Publizität verbindet, kann mit deren Ausführung auch gezögert werden, ohne dass dieser Aspekt darüber Auskunft geben würde, um welche Verhaltensweisen es sich dabei zu handeln hat.

### III. Aussagegehalt des § 97 Abs. 3 WpHG

Ein Kenntniserfordernis im Rahmen des § 97 Abs. 1 WpHG soll nach Thomale auch daraus folgen, dass es sich bei § 97 Abs. 3 WpHG um einen Spezialfall des „Mit-Verschuldens“ handelt. Nach § 97 Abs. 3 WpHG ist eine Haftung des Emittenten ausgeschlossen, wenn der Anleger die Insiderinformation im Zeitpunkt der Transaktion kannte. Daher müsse der Tatbestand des § 97 WpHG „spiegelbildlich“ ausgestaltet sein, indem für eine Haftung des Emittenten dessen Kenntnis (§ 97 Abs. 1 WpHG) und für seine Haftungsbefreiung die Kenntnis des geschädigten Anlegers (Abs. 97 Abs. 3 WpHG) erforderlich sei.<sup>238</sup>

Dieser Schluss ist jedoch nicht zwingend, da der Anwendungsbereich des Mitverschuldens nicht auf Fälle der reziprok ausgestalteten Verschuldenshaftung beschränkt ist. Vielmehr findet sich die Regelung eines Mitverschuldens auch in sämtlichen Konstellationen der Gefährdungshaftung wieder. Die Gefährdungshaftung zeichnet sich gerade dadurch aus, dass die Haftung des Schädigers an keinen Sorgfaltsmaßstab geknüpft ist, während von dem Geschädigten dennoch verlangt wird, dass er einen bestimmten Sorgfaltsmaßstab einhält, um den vollen Schadensersatz geltend machen zu können. Folglich kann ein Mitverschulden zwar reziprok ausgestaltet sein (so bei der Verschuldenshaftung), muss es aber nicht (so bei der Gefährdungshaftung). Gibt es also Fälle, in denen ein Mitverschulden nicht reziprok ausgestaltet ist, kann aus einer Mitverschuldensregelung aufseiten des Geschädigten (z. B. § 9 StVG) nicht auf ein Verschuldenserfordernis aufseiten des Schädigers (z. B. § 7 StVG) geschlossen werden. Dementsprechend impliziert auch

<sup>237</sup> Vgl. § 8 D.

<sup>238</sup> Thomale, NZG 2018, 1007, 1009; Thomale, AG 2019, 189, 193 f.; Thomale, Der gespaltene Emittent, S. 50 f.

ein Spezialfall des Mitverschuldens in Form einer Kenntnis aufseiten des Geschädigten (§ 97 Abs. 3 WpHG) kein Kenntniserfordernis aufseiten des Schädigers (§ 97 Abs. 1 WpHG).

Zudem spielt eine Mitverschuldensregelung im Rahmen der nicht reziproken Gefährdungshaftung eine weitaus größere Rolle als im Falle der reziproken Verschuldenshaftung.<sup>239</sup> Dies wird deutlich, wenn man sich die beiden Haftungsregime ohne eine Mitverschuldensregelung vorstellt. Im Rahmen einer Gefährdungshaftung trägt stets der Schädiger den erwarteten Schaden, und zwar unabhängig davon, ob er sich sorgfältig verhalten hat. Insoweit ist der Geschädigte vollständig durch den Schädiger „versichert“. Gäbe es keine Mitverschuldensregelung, hätte der Geschädigte deshalb überhaupt keinen Anreiz, den erwarteten Schaden möglichst gering zu halten. Hierfür getätigte Aufwendungen würden sich für den Geschädigten nicht lohnen, da er ohnehin den gesamten Schaden von dem Schädiger ersetzt bekommt. Daher bedarf es im Rahmen einer Gefährdungshaftung einer Mitverschuldensregelung, um dem Geschädigten den Anreiz zu geben, den erwarteten Schaden zu minimieren.

Anders verhält es sich bei der Verschuldenshaftung. Dort trägt der Schädiger nicht immer den erwarteten Schaden, sondern nur dann, wenn er den gebotenen Sorgfaltsmaßstab nicht eingehalten hat. Hält er den gebotenen Sorgfaltsmaßstab ein, bleibt der Geschädigte auf dem Schaden „sitzen“. Dies antizipiert der Geschädigte und hat deshalb auch ohne eine Mitverschuldensregelung den Anreiz, den erwarteten Schaden möglichst gering zu halten. Im Rahmen der Verschuldenshaftung sichert eine Mitverschuldensregelung lediglich ab, dass der Geschädigte auch dann den Anreiz behält, den Schaden möglichst gering zu halten, wenn er damit rechnet, dass der Schädiger die gebotene Sorgfalt nicht einhält.

Daher nimmt ein Mitverschulden in nicht reziprok ausgestalteten Haftungsregimen wie der Gefährdungshaftung eine viel bedeutendere Stellung ein als bei der reziprok ausgestalteten Verschuldenshaftung. Auch unter diesem Gesichtspunkt liegt es fern, den Gedanken der Reziprozität einer Mitverschuldensregelung anzuwenden, um von dem Kenntniserfordernis in § 97 Abs. 3 WpHG auf ein Kenntniserfordernis in § 97 Abs. 1 WpHG zu schließen.

#### IV. Keine Modalitätenäquivalenz zwischen § 97 und § 98 WpHG

Aus Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 i. V. m. UAbs. 2 MAR ergibt sich, dass der Emittent gegen die Pflicht zur Ad-Hoc-Publizität verstößt, wenn er es entweder vollständig unterlässt, die Insiderinformation bekanntzugeben oder sie unrichtig veröffentlicht,

---

<sup>239</sup> Vgl. hierzu und zum Folgenden *J. P. Brown*, 2 J. Leg. Stud. (1973), 323, 328 ff.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 288 ff.; *Shavell*, in: *Polinsky/Shavell*, Handbook Law and Economics, S. 142, 144 f.

indem er eine „vollständige“ und „korrekte“ Bewertung nicht ermöglicht.<sup>240</sup> Diese Differenzierung wird auch in den Schadensersatzregelungen der §§ 97, 98 WpHG aufgegriffen. Thomale nimmt das Zusammenspiel von § 97 WpHG und § 98 WpHG zum Anlass, in die nationale Schadensersatzhaftung wegen unterlassener Ad-Hoc-Publizität nach § 97 WpHG die Voraussetzung des Wissens hineinzulesen. Es müsse nämlich eine „Modalitätenäquivalenz“ zu § 98 WpHG bestehen, der seinerseits „auf einem eindeutig identifizierbaren, präsumtiv rechtswidrigen Tun“ beruhe.<sup>241</sup> Demnach sei nur eine wissentlich unterlassene Veröffentlichung nach § 97 WpHG mit einer unrichtigen Veröffentlichung nach § 98 WpHG gleichwertig.

Richtig ist zwar, dass die fehlerhafte Bekanntmachung nach § 98 WpHG durch aktives Tun voraussetzt, dass der Emittent über eine Information verfügt, da er sie ansonsten nicht unrichtig veröffentlichen könnte. Der Vorwurf liegt also darin, dass der Emittent eine Information hatte und sie fehlerhaft veröffentlichte. Daraus folgt aber nicht, dass der Unterlassensvorwurf in § 97 WpHG verlangt, dass der Emittent eine Information hatte und nicht veröffentlichte. Denn § 97 WpHG selbst erhebt eine nicht vorgenommene Bekanntgabe von Insiderinformationen zu einer eigenständigen Pflichtverletzung. Dagegen spielt die Gleichstellung von Handeln und Unterlassen nur dann eine Rolle, wenn die jeweilige Regelung zu der Modalität der Tatbestandsverwirklichung schweigt. So sind etwa die Voraussetzungen des § 13 StGB im deutschen Strafrecht, wo der Begriff der Modalitätenäquivalenz entwickelt wurde, ausschließlich dann relevant, wenn es sich um ein sog. unechtes Unterlassungsdelikt handelt. Dagegen sanktioniert etwa das sog. echte Unterlassungsdelikt des § 323c StGB die Verhaltensform einer nicht vorgenommenen Hilfeleistung bereits eigenständig, ohne dass die Frage gestellt werden müsste, ob eine Vergleichbarkeit zu einem sanktionswürdigen Handeln besteht. Genauso verhält es sich bei echten Unterlassungsdelikten, die in einem systematischen Gefüge gemeinsam mit Delikten angesiedelt sind, die bestimmte Handlungen sanktionieren. So wird etwa zwischen § 221 Abs. 1 Nr. 1 StGB als Handlungsdelikt und § 221 Abs. 1 Nr. 2 StGB als echtem Unterlassungsdelikt keine Modalitätenäquivalenz gefordert, sodass auch die jeweiligen Pflichten divergieren können.<sup>242</sup> Da es sich nicht um ein begehungsgleiches Unterlassen, sondern um einen eigenständigen Unterlassensvorwurf handelt, fehlt es auch an der Voraussetzung für ein identisches Tatbestandsverständnis.<sup>243</sup>

Dementsprechend erhält die hinter der Modalitätenäquivalenz stehende Erwägung auch in zivilrechtlichen Haftungstatbeständen nur dann Bedeutung, wenn eine Vorschrift wie etwa § 823 Abs. 1 BGB nicht von einem Handeln oder Unterlassen,

<sup>240</sup> Vgl. dazu auch Baums, ZHR 167 (2003), 139, 160 f.

<sup>241</sup> Thomale, NZG 2018, 1007, 1009 f.; Thomale, AG 2019, 189, 192 f.; Thomale, Der gesplante Emittent, S. 53 f.

<sup>242</sup> Hardtung, in: MüKo-StGB, § 221 Rn. 2: „Deshalb ist Nr. 2 ein echtes Unterlassungsdelikt. Ein Rückgriff auf § 13 Abs. 1 ist also nicht nötig und auch nicht vorgesehen“.

<sup>243</sup> Freund, in: MüKo-StGB, § 13 Rn. 65.

sondern nur von einer „Verletzung“ eines Rechtsguts spricht. Ist die Begehungsform nicht ausdrücklich vorgegeben, stellt sich die Frage nach einer Vergleichbarkeit der zwei in Betracht kommenden Verhaltensmodalitäten in Form des Handelns und des Unterlassens. So ist ein Unterlassen i.S.d. § 823 Abs. 1 BGB nur dann tatbestandsmäßig, wenn eine „Rechtspflicht zum Handeln“ besteht.<sup>244</sup> Demgegenüber spielt der Gedanke der Modalitätenäquivalenz im Rahmen des § 97 WpHG keine Rolle. Denn diese Regelung erhebt die Begehungsform des Unterlassens bereits eigenständig zum Inhalt des Tatbestands. Deswegen sind die Pflichtenkataloge des § 97 WpHG und des § 98 WpHG nicht deckungsgleich. Anders gewendet: Indem der Gesetzgeber ausdrücklich eine Schadensersatzpflicht für eine unterlassene Ad-Hoc-Mitteilung geschaffen hat, bleibt dem Rechtsanwender der Zugriff auf Erwägungen versperrt, die bei der Anwendung des § 13 StGB oder bei der „Rechtspflicht zum Handeln“ angestellt werden.

### C. Zwischenergebnis

Nationale Regelungen, die an den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfen, können bereits aus Gründen der Normenhierarchie nicht herangezogen werden, um die Verhaltensweisen zu ermitteln, zu denen der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet werden soll. Und selbst wenn man nationale Regelungen heranzieht, um auf den Pflichteninhalt des Art. 17 Abs. 1 MAR zu schließen, ist es fernliegend, dass Art. 17 Abs. 1 MAR auf ein Wissenmüssen des Emittenten abstellt.

Auch die Auffassungen, die Art. 17 Abs. 1 MAR objektiv auslegen und die Frage nach einem Wissenserfordernis ausschließlich auf nationaler Ebene verorten wollen, präsentieren keine zwingenden Argumente. Insbesondere setzen sich diese Stimmen vornehmlich mit einem Wissenserfordernis in § 97 WpHG auseinander. Sie gehen aber nicht darauf ein, wie die Maßnahmen nach § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG zu begrenzen sind, wenn man Art. 17 Abs. 1 MAR objektiv auslegt.

## § 8 Das Wissenserfordernis als Tatbestandsmerkmal des Art. 17 Abs. 1 MAR

### A. Untersuchungsgegenstand

Wie die bisherige Untersuchung gezeigt hat, ist es nicht ausreichend, sich mit nationalen Haftungsvorschriften auseinanderzusetzen, um zu ermitteln, wie im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität mit einem Wissenserfordernis umzugehen ist. Vielmehr ist hierfür der Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR zu erörtern.

<sup>244</sup> *Teichmann*, in: Jauernig, BGB, § 823 Rn. 29, der § 823 Abs. 1 BGB zudem als „unechtes Unterlassensdelikt“ bezeichnet, da das Unterlassen nicht „durch Gesetz gefordert“ sei.



Primär soll es in diesem Kapitel um die Frage gehen, ob der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR nur solche Insiderinformationen veröffentlichen muss, über die er bereits verfügt, oder ob ihn auch eine Pflicht trifft, außerhalb des Unternehmens nach Insiderinformationen zu suchen. Das Hauptaugenmerk liegt in diesem Kapitel also darauf, ob es zur Entstehung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR erforderlich ist, dass zumindest irgendein Mitarbeiter innerhalb des Emittenten von der Insiderinformation Kenntnis hat.<sup>245</sup> Dagegen soll es in diesem Kapitel weniger darum gehen, was für die Zwecke des Art. 17 Abs. 1 MAR unter der Kenntnis des Emittenten zu verstehen ist, das heißt das Wissen welcher Mitarbeiter als Wissen des Emittenten anzusehen ist. Den hierfür relevanten Fragen nach der Wissenszurechnung und Wissensorganisation soll erst an späterer Stelle nachgegangen werden.<sup>246</sup>

Wie sich aber in § 6 herausgestellt hat, sind die Begriffe des Wissens, der Wissenszurechnung und der Wissensorganisation eng miteinander verzahnt. Zudem überschneiden sich die Informationsbeschaffungspflicht und die Informationsorganisationspflicht insoweit, als in beiden Fällen von dem Emittenten verlangt werden kann, dass er Insiderinformationen auffindet, die sich noch nicht innerhalb der Gesellschaft befinden.<sup>247</sup> Daher werden sich bereits in diesem Kapitel auch Tendenzen dazu abzeichnen, wie mit einer Wissenszurechnung und einer Wissensorganisation, mithin mit einem Wissen des Emittenten umzugehen ist.

## B. Verhältnis von „Bekanntgabe“ und Wissen in der MAR

### I. Die „Bekanntgabe“ im Rahmen der Offenlegungsvorschriften

#### 1. Ambivalenz des allgemeinen Sprachgebrauchs

Im Ausgangspunkt steht jedenfalls fest, dass Art. 17 Abs. 1 MAR nicht ausdrücklich erwähnt, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst dann entstehen soll, wenn der Emittent von der relevanten Information weiß. Gleichzeitig ordnet der Gesetzgeber aber auch nicht explizit an, dass der Emittent nach veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen suchen oder diese organisieren muss. Vielmehr formuliert Art. 17 Abs. 1 MAR lediglich, dass der Emittent die Insiderinformation „bekannt gibt“.

<sup>245</sup> Kenntnis eines Mitarbeiters in Form von Innenumständen oder in Form des *blind-eye-knowledge*, vgl. § 6.

<sup>246</sup> Vgl. § 9 und Teil 4.

<sup>247</sup> Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87 ff., 107 ff., 111 ff.; Hellgardt, DB 2012, 673, 675 ff.; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105 ff.; Klöhn, NZG 2017, 1285 ff.

Nach dem allgemeinen Sprachgebrauch, der im Unionsrecht den Ausgangspunkt der Wortlautauslegung bildet,<sup>248</sup> bedeutet „bekannt geben“ etwas der Öffentlichkeit mitteilen bzw. an sie weitergeben.<sup>249</sup> Dies impliziert, dass sich eine Information ursprünglich bei demjenigen befindet, der sie anderen zukommen lässt. Besonders deutlich wird das Element der Vermittlung eigenen Wissens zum einen in der italienischen, portugiesischen und englischen Sprachfassung des Art. 17 Abs. 1 MAR, wonach der Emittent verpflichtet ist, die Information zu „kommunizieren“<sup>250</sup> bzw. über sie zu „informieren“<sup>251</sup>. Zum anderen legen etwa die niederländische und bulgarische Sprachfassung den begrifflichen Schwerpunkt darauf, dass von dem Emittenten verlangt wird, Insiderinformationen zu „offenbaren“ bzw. „aufzudecken“<sup>252</sup> oder zu „enthüllen“.<sup>253</sup> Offenbaren, aufdecken oder enthüllen kann der Emittent aber nur etwas, worüber er bereits verfügt.

Dass jemand nur bei ihm befindliche Informationen bekanntgeben kann, führt allerdings noch nicht zu dem Ergebnis, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht die Kenntnis von einer Insiderinformation voraussetzt. Mit dem Wortlaut ist insoweit auch die Pflicht des Emittenten vereinbar, dafür zu sorgen, dass er überhaupt Kenntnis von der relevanten Information erlangt, um sich dadurch in die Lage zu versetzen, diese bekannt zu geben.<sup>254</sup> Daher ist auch eine Auslegung denkbar, wonach der Emittent zusätzlich Informationen auffinden und organisieren muss, um ihre Bekanntgabe zu ermöglichen.<sup>255</sup> Ausgehend vom Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR ist es also nicht selbstverständlich, dass jemand nur solche Informationen veröffentlichen muss, über die er bereits verfügt.<sup>256</sup> Vielmehr bedarf es einer weitergehenden Untersuchung.

<sup>248</sup> EuGH, Urt. v. 5.7.2012, C-49/11, ECLI:EU:C:2012:419, Rn. 32 – Content Services, NJW 2012, 2637; EuGH, Urt. v. 10.3.2005, C-336/03, ECLI:EU:C:2005:150, Rn. 21 – easyCar, NJW 2005, 3055.

<sup>249</sup> [https://www.duden.de/rechtschreibung/bekannt\\_geben](https://www.duden.de/rechtschreibung/bekannt_geben).

<sup>250</sup> „L'emittente comunica al pubblico“ (italienisch).

<sup>251</sup> „Um emitente informa o público“ (portugiesisch). „An issuer shall inform the public“ (englisch). Vgl. auch *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 43.

<sup>252</sup> „openbaar“ (niederländisch).

<sup>253</sup> „разкрива“ (bulgarisch).

<sup>254</sup> So etwa *Gaßner*, Ad-Hoc-Publizität, S. 102.

<sup>255</sup> Diese Feststellung auch treffend *J. Koch*, AG 2019, 273, 276: „Der Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR beantwortet die Frage nach einem Wissenserfordernis nicht eindeutig“. Vgl. auch *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 383 f.

<sup>256</sup> So aber *Hansen*, 18 ERA Forum (2017), 21, 24: „Logically, an issuer cannot be obliged to disclose information that is not in its possession“; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70: „Die Mitteilung einer Information setzt naturgemäß ihre Kenntnis voraus“.

## 2. Begriffliche Unterschiede im Normtext

Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR ist nicht die einzige Veröffentlichungspflicht, die in der MAR geregelt ist. Vielmehr wird der Emittent auch durch Art. 17 Abs. 7 MAR und Art. 17 Abs. 8 MAR verpflichtet, Insiderinformationen zu veröffentlichen. Darüber hinaus wird von ihm im Rahmen sog. *Director's Dealings* nach Maßgabe des Art. 19 Abs. 3 MAR verlangt, dass er die Öffentlichkeit über Eigengeschäfte von Führungskräften informiert. Art. 19 Abs. 3 MAR ist zum 1. Januar 2021 überarbeitet worden. Inwieweit sich hierdurch an der Auslegung der Offenlegungspflichten etwas ändert, wird an geeigneter Stelle erörtert.

Im Folgenden soll untersucht werden, ob den tatbestandlichen Umschreibungen und dem Kontext der Art. 17 Abs. 7, Abs. 8, Art. 19 Abs. 3 MAR ein Wissensanfordernis entnommen werden kann. Sollte sich herausstellen, dass diese Publizitätsvorschriften implizit voraussetzen, dass der Normadressat von dem infrage stehenden Umstand weiß, kann einem etwaigen Kenntniserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht entgegengehalten werden, dieses sei dort nicht ausdrücklich normiert.

Bevor auf die Offenlegungstatbestände im Einzelnen eingegangen wird, ist zunächst auf die begrifflichen Unterschiede aufmerksam zu machen. Während Art. 17 Abs. 1 MAR von einer „Bekanntgabe“ spricht, verwenden Art. 17 Abs. 8 MAR und Art. 19 Abs. 3 MAR den Begriff der „Veröffentlichung“. Schließlich verpflichtet Art. 17 Abs. 7 MAR den Emittenten, die Öffentlichkeit über den relevanten Umstand zu „informieren“. Die fehlende Identität der verwendeten Formulierungen beschränkt sich nicht etwa auf die deutsche Sprachfassung. Stellvertretend auch für den Normtext in den Sprachen anderer Mitgliedstaaten spricht etwa die englische Version von „inform the public“ in Art. 17 Abs. 1 MAR, verwendet in Art. 17 Abs. 7 und Abs. 8 MAR den Begriff der „disclosure“ und drückt die Veröffentlichungspflicht des Art. 19 Abs. 3 MAR mit der Wendung „made public“ aus.

Mit der unterschiedlichen Begriffswahl scheint jedoch keine divergierende Bedeutung einherzugehen. So taucht in der französischen Sprachfassung in allen genannten Vorschriften durchgehend der identische Wortstamm auf, sei es als Verb („rend publiques“ in Art. 17 Abs. 1, Abs. 8 MAR bzw. „soient publiées“ in Art. 19 Abs. 3 MAR) oder als Substantiv („publication“ in Art. 17 Abs. 7 MAR). Auch greift etwa die deutsche Sprachfassung in Art. 17 Abs. 7 MAR mit der Pflicht zu „informieren“ den Wortstamm auf, den die englische Version in Art. 17 Abs. 1 MAR verwendet („shall inform“), obwohl der deutsche Text in Art. 17 Abs. 1 MAR den Begriff der „Bekanntgabe“ wählt. Dass der Ordnungsgeber den verschiedenen Umschreibungen für eine Informationsentäußerung an die Öffentlichkeit keine unterschiedlichen Bedeutungen beimisst, zeigt sich nicht zuletzt an Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR, der mit der „unverzüglichen Offenlegung“ auf die „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR Bezug nimmt.

### 3. Veröffentlichung von *Director's Dealings* nach Art. 19 Abs. 3 MAR

Im Zusammenhang mit der Bekanntgabe sog. *Director's Dealings* muss der Emittent nach Maßgabe des Art. 19 Abs. 3 MAR über Eigengeschäfte öffentlich berichten, die ihm die involvierte Führungskraft im Einklang mit Art. 19 Abs. 1 MAR meldet. Wie Art. 17 Abs. 1 MAR schrieb Art. 19 Abs. 3 MAR in seiner Fassung bis Ende 2020 nicht ausdrücklich vor, dass der Tatbestand nur erfüllt ist, wenn der Emittent von dem bekanntzugebenden Geschäft Kenntnis hat. Denn der in Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. formulierte Zeitrahmen begann dem Wortlaut nach nicht mit der Kenntnis des Emittenten, sondern mit der Ausführung des relevanten Geschäfts durch die betroffene Führungsperson. In der neuen Fassung ist der Emittent nunmehr ausdrücklich erst „nach Erhalt einer in Absatz 1 genannten Mitteilung“ zu einer Veröffentlichung verpflichtet.

Dass der Emittent zu einer Veröffentlichung nur solcher Eigengeschäfte verpflichtet ist, die ihm zuvor mitgeteilt worden sind, ergab sich aber schon aus einer Auslegung des Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. Denn die Vorschrift nahm Bezug auf eine dem Emittenten „im Einklang mit Abs. 1“ gemeldete Transaktion. Nach Art. 19 Abs. 1 MAR hat die Führungsperson ihr Unternehmen spätestens drei Geschäftstage nach Durchführung des Geschäfts zu informieren. Damit forcierte die gewählte chronologische Aneinanderreihung der Offenlegungen nach Art. 19 Abs. 1 und Abs. 3 MAR a.F., dass der Emittent die Information zunächst von der in Art. 19 Abs. 1 MAR adressierten Führungskraft erhielt und sodann selbst veröffentlichte. Daher wurde die Veröffentlichungspflicht in Bezug auf *Director's Dealings* auch vor der Änderung zum Jahr 2021 einhellig an die Kenntnis des Emittenten geknüpft und überdies ausschließlich an eine solche, die infolge der in Art. 19 Abs. 1 MAR angeordneten Meldung entstanden ist.<sup>257</sup> Noch deutlicher wurde das Kenntniserfordernis des Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. durch die in anderen Sprachfassungen verwendeten Partizipkonstruktionen, wie etwa „is notified“, „les informations notifiées“, „la información que es notificada“, mit denen die vom Emittenten zu veröffentlichende Information umschrieben wurde. Nur scheinbar widersprach dem impliziten Wissenserfordernis in Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. der bereits erwähnte Umstand, dass die Meldefrist der Führungsperson (Art. 19 Abs. 1 MAR) und die Veröffentlichungspflicht des Emittenten (Art. 19 Abs. 3 MAR a.F.) nach dem Wortlaut jeweils mit dem relevanten Geschäftsabschluss zu laufen begannen.<sup>258</sup> Denn insoweit wurden „Nachbesserungen“ des Gesetzestextes gefordert, damit die Führungsperson infolge der vollständigen Ausschöpfung der eigenen Meldefrist die Pflichtenerfüllung durch den Emittenten nicht beeinträchtigen kann.<sup>259</sup> Dieses Problem wäre nicht diskutiert worden, wenn man den Emittenten verpflichtet hätte, relevante Transaktionen durch Führungspersonen selbständig aufzuspüren. Diese

<sup>257</sup> *Sethe/Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 19 VO Nr. 596/2014 Rn. 135.

<sup>258</sup> Vgl. dazu *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 19 Rn. 64.

<sup>259</sup> *Poelzig*, NZG 2016, 761, 769. Auf dieses Problem auch hinweisend *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 288; *Kumpan*, AG 2016, 446, 456.

Diskussion ist letztlich in die nunmehr geänderte Version des Art. 19 Abs. 3 MAR gemündet. Vor dem geschilderten Hintergrund sollte hiermit aber nicht das Kenntniserfordernis eingeführt – darüber bestand auch schon vorher Einigkeit – sondern die Meldefrist für den Emittenten sichergestellt werden.

Die Betrachtung des Art. 19 MAR ist zudem unter einem weiteren Gesichtspunkt interessant, wenn es darum geht, sich an den gesetzgeberischen Willen im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR heranzutasten. Während die Veröffentlichungspflicht nach Art. 19 Abs. 3 MAR nur eingreift, wenn der Emittent Kenntnis von dem Geschäft erlangt hat, trifft das Unternehmen *ex ante* eine Belehrungspflicht nach Art. 19 Abs. 5 MAR, die die Veröffentlichung nach Art. 19 Abs. 3 MAR sicherstellen soll.<sup>260</sup> Die Binnensystematik des Art. 19 MAR unterscheidet also zwischen der Pflicht des Emittenten, ein ihm bekanntes Geschäft einer Führungsperson zu veröffentlichen (Abs. 3), und bestimmten Vorfeldmaßnahmen (Abs. 5), die auf diese Bekanntgabe hinwirken sollen. Hieraus ergibt sich, dass Verhaltensweisen, die der Informationsentäußerung vorgeschaltet sind, nicht durch die Veröffentlichungspflicht nach Art. 19 Abs. 3 MAR, sondern durch den zusätzlich eingeführten Normtext des Art. 19 Abs. 5 MAR begründet werden. Hält der Verordnungsgeber es demnach für erforderlich, die eine Informationsentäußerung ermöglichenden Maßnahmen ausdrücklich zu bestimmen (vgl. Art. 19 Abs. 5 MAR), hat er im Rahmen der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR offenbar darauf verzichtet.

#### 4. Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 7 MAR

Im Zusammenhang mit der Selbstbefreiungsmöglichkeit ordnet Art. 17 Abs. 7 MAR an, dass der Emittent die Öffentlichkeit so schnell wie möglich über die relevante Information „informieren“ muss, wenn deren Offenlegung nach Maßgabe des Art. 17 Abs. 4 oder Abs. 5 MAR aufgeschoben wurde und ihre Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist. Da ein Unternehmen bereits zu einem früheren Zeitpunkt den Beschluss gefasst hat,<sup>261</sup> eine Insiderinformation vorerst nicht zu veröffentlichen, behandelt Art. 17 Abs. 7 MAR nur solche Fälle, in denen der Emittent über die Insiderinformation verfügt.<sup>262</sup> Durch diesen Befund verfestigt sich der im Kontext des Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. gewonnene Eindruck, dass die Voraussetzung

<sup>260</sup> *Stegmeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 19 Rn. 100f.; *Sethel Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 19 VO Nr. 596/2014 Rn. 134f.

<sup>261</sup> Das unter der Geltung des § 15 Abs. 3 WpHG a.F. umstrittene Erfordernis eines Beschlusses wird nunmehr einhellig bejaht, vgl. ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9.2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 421; *J. Koch*, in: FS Kündgen, S. 329, 337; *Krause*, CCZ 2014, 248, 255; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043; v. d. *Linden*, DStR 2016, 1036, 1038; *Retzsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 600; *Veil*, ZBB 2014, 85, 93; zweifelnd weiterhin *Klöhn*, AG 2016, 423, 431.

<sup>262</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 279f.

des Wissens nicht unbedingt ausdrücklich normiert sein muss, sondern durch die Offenlegungspflicht impliziert sein kann.

Dennoch verbleiben gewisse Zweifel, ob die ungeschriebene Voraussetzung der Kenntnis in Art. 17 Abs. 7 MAR auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden kann. So ist Art. 17 Abs. 7 MAR keine selbständige Ad-Hoc-Publizitätspflicht, sondern regelt nur deklaratorisch einen Teilbereich der allgemeinen Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Art. 17 Abs. 7 MAR bestimmt nämlich die Voraussetzungen, bei deren Vorliegen in dem besonderen Fall eines Gerüchts davon auszugehen ist, dass die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist.<sup>263</sup> Würde man von einem Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 7 MAR auf das Merkmal des Wissens in Art. 17 Abs. 1 MAR schließen, stellte dies einen zweifelhaften Schluss *a minore ad maius* dar. Denn er würde unerklärt lassen, warum der Emittent in Fällen, in denen er noch keinen Selbstbefreiungsbeschluss getroffen hat, ihm unbekannte Informationen nicht auffinden und organisieren muss. So besteht in Art. 17 Abs. 1 MAR – anders als in Art. 17 Abs. 7 MAR – nicht unbedingt ein Automatismus zwischen der Kenntnis und der Bekanntgabepflicht des Emittenten im Hinblick auf die relevante Information.<sup>264</sup> Im Zuge dessen ergibt sich ein gewisser Spielraum, der es dem Rechtsanwender erlaubt, in die „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR auch Verhaltensweisen hineinzulesen, die nicht das Wissen von der Information voraussetzen.

## 5. Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR

Eine eigenständige Publizitätspflicht schreibt die Regelung des Art. 17 Abs. 8 MAR vor. Hat der Emittent eine Insiderinformation nach Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR rechtmäßig offengelegt, hat er diese Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 8 MAR zu veröffentlichen. Art. 17 Abs. 8 MAR beinhaltet auf den ersten Blick ebenfalls nicht ausdrücklich die Voraussetzung der positiven Kenntnis des Emittenten. Anders als in den Fällen der Art. 19 Abs. 3 MAR a. F. und Art. 17 Abs. 7 MAR, in denen sich die Voraussetzung des Wissens aus dem jeweiligen Regelungsgeflecht ergibt, wird das Wissenserfordernis bei Art. 17 Abs. 8 MAR dennoch eindeutiger in den Tatbestand inkorporiert. Denn Art. 17 Abs. 8 MAR verweist auf Art. 10 Abs. 1 MAR, der seinerseits ausdrücklich die Anforderung aufstellt, dass der Normadressat über die Insiderinformation „verfügt“. Da Art. 17 Abs. 8 MAR an Art. 10 Abs. 1 MAR anknüpft, kann ein Emittent nicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR verpflichtet sein, wenn er zu keinem Zeitpunkt Kenntnis von der Insiderinformation hatte. In Art. 17 Abs. 1 MAR wird hingegen nicht in vergleichbarer Weise auf eine Vorschrift verwiesen, die die Kenntnis des Emittenten voraussetzt. Daher kann aus Art. 17 Abs. 8 MAR nicht auf ein Wissenserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR geschlossen werden. Umgekehrt

<sup>263</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 299; Kumpan/Schmidt, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 316.

<sup>264</sup> Vgl. hierzu eingehend § 11 A. II. 3.

heißt dies aber nicht, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht unabhängig von der Kenntnis des Emittenten entsteht.

## **6. Schlussfolgerungen aus der Gegenüberstellung der Veröffentlichungspflichten**

Alle erläuterten Offenlegungsvorschriften setzen die Kenntnis des Emittenten voraus. In Art. 17 Abs. 7 MAR ergibt sich aus einem Automatismus von Wissen und Selbstbefreiungsmöglichkeit, dass die dort normierte Veröffentlichungspflicht nur entstehen kann, wenn der Emittent von der Insiderinformation weiß. Die zwischen Art. 19 Abs. 1 und Abs. 3 MAR a.F. hergestellte Reihenfolge und die Partizipkonstruktion im Wortlaut des Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. suggeriert, dass die Verpflichtung nach Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. ebenfalls nur mit Kenntnis des Emittenten von dem relevanten Umstand entstand. Damit der Emittent seine Meldefrist vollständig ausschöpfen kann, regelt Art. 19 Abs. 3 MAR n.F. nunmehr ausdrücklich, dass die Veröffentlichungspflicht erst „nach Erhalt“ der Meldung über das Eigengeschäft beginnt. Schließlich verweist Art. 17 Abs. 8 MAR auf Art. 10 Abs. 1 MAR, der seinerseits nur erfüllt werden kann, wenn der Normadressat über die Insiderinformation „verfügt“. Dagegen ergibt sich im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht in gleichem Maße eine denklogische Verknüpfung zwischen den geschriebenen Tatbestandsmerkmalen und einem etwaigen impliziten Wissenserfordernis. Insoweit bleibt Raum für eine Interpretation der „Bekanntgabe“, die dem Akt der Informationsentäußerung auch dazu dienende Such- und Organisationspflichten vorgehen lässt.

Beachtlich bleibt dennoch, dass die Offenlegungspflichten der Art. 17 Abs. 7, Abs. 8 und Art. 19 Abs. 3 MAR erst entstehen, wenn der Emittent von der relevanten Information Kenntnis hat. Dagegen ist im dritten Kapitel der MAR keine einzige Publikationsvorschrift ersichtlich, die eine Pflicht konstituiert, noch unbekannte Informationen zu beschaffen und zu organisieren. Vielmehr zeigt Art. 19 Abs. 5 MAR, dass der Gesetzgeber auch im Rahmen von Veröffentlichungspflichten vorbereitende Maßnahmen ausdrücklich in den Gesetzestext aufnimmt. Dieser Befund deutet darauf hin, dass der Ordnungsgeber mit den Begriffen „veröffentlichen“, „informieren“ und „bekanntgeben“ eine Pflicht des Normadressaten ausdrücken will, nur solche Informationen zu entäußern, über die der Normadressat bereits verfügt. Anhand der Offenlegungsvorschriften des dritten Kapitels der MAR hat sich also bestätigt, dass Wissensnormen nicht unbedingt voraussetzen, dass das Tatbestandsmerkmal der Kenntnis explizit im Gesetzestext aufgeführt wird.<sup>265</sup>

---

<sup>265</sup> Vgl. generell *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 21; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 169; zur MAR *Schmolke*, AG 2016, 434, 443.



## II. Verhältnis zu den Insiderregelungen der Art. 8 MAR und Art. 10 MAR

### 1. Keine Offenlegungsvorschriften

Die Systematik der MAR erschöpft sich nicht in den Publizitätspflichten des dritten Kapitels. Vielmehr gibt es in der MAR andere Vorschriften, wie Art. 8 und Art. 10 MAR, die ausdrücklich die Kenntnis des Normadressaten voraussetzen. Art. 8 und Art. 10 MAR sind im zweiten Kapitel der MAR angesiedelt, das gewisse Verhaltensweisen im Umgang mit Insiderinformationen zum Gegenstand hat. Während Art. 8 MAR bestimmt, unter welchen Voraussetzungen ein nach Art. 14 lit. a und lit. b MAR verbotenes Insidergeschäft vorliegt, regelt Art. 10 MAR die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen, die gem. Art. 14 lit. c MAR ebenfalls untersagt ist. Sowohl Art. 8 MAR als auch Art. 10 MAR enthalten den Passus, dass der Normadressat über die Insiderinformation „verfügt“. Daraus zieht Klöhn den Umkehrschluss, dass die Kenntnis im Rahmen der MAR nur dann eine Tatbestandsvoraussetzung ist, wenn sie ausdrücklich angeordnet wird.<sup>266</sup> Da es in Art. 17 Abs. 1 MAR an einer den Art. 8 und Art. 10 MAR vergleichbaren Formulierung fehle, entstehe die Ad-Hoc-Publizitätspflicht unabhängig von einem Wissen des Emittenten.

Ein Umkehrschluss wäre aber nur zulässig, wenn Art. 8 und Art. 10 MAR im Hinblick auf ihre Zielsetzung und Tatbestandsstruktur mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten vergleichbar wären. Das ist aber schon deshalb nicht der Fall, weil es sich bei den Regelungen über den Insiderhandel und die unrechtmäßige Offenlegung nicht um Publizitätspflichten handelt, die sich in einem Kapitel mit Art. 17 Abs. 1 MAR wiederfinden lassen. Vielmehr stellen Art. 8 und Art. 10 MAR (i. V. m. Art. 14 MAR) Verbote auf, die bestimmte Arten der Verwendung von Insiderinformationen zu unterbinden suchen. Dieser Unterschied ist bereits deshalb relevant, weil im gesamten Abschnitt der Offenlegungsvorschriften (Art. 17–21 MAR) nirgends in einer den Art. 8 und Art. 10 MAR vergleichbaren Deutlichkeit erwähnt ist, dass der Emittent über die relevante Information „verfügen“ muss. Zwar schreibt der nunmehr neu gefasste Art. 19 Abs. 3 MAR n.F. aus, dass der Emittent erst „nach Erhalt“ der Information über das Eigengeschäft zu einer Veröffentlichung verpflichtet ist. Wie bereits erörtert, sollte damit aber nicht das ohnehin einhellig anerkannte Kenntniserfordernis, sondern die Meldefrist des Emittenten geregelt werden. Vielmehr ging der Gesetzgeber davon aus, dass sich ein Kenntniserfordernis bereits aus dem jeweiligen Kontext der Publizitätsregelungen wie Art. 17 Abs. 7, Abs. 8 MAR und Art. 19 Abs. 3 MAR a.F. ergibt.<sup>267</sup> Dem Umkehrschluss aus Art. 8 und Art. 10 MAR steht also der Befund gegenüber, dass die Ad-Hoc-Publizitäts-

<sup>266</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105; Klöhn, NZG 2017, 1285, 1286; dem folgend Gaßner, Ad-hoc-Publizität, S. 107; Neumann, Wissenszurechnung, S. 131 f.; Poelzig/Strobel, JURA 2020, 1082, 1086.

<sup>267</sup> Vgl. hierzu bereits § 8 B. I. 3.



pfligt ohne ein Kenntniserfordernis einen Fremdkörper im System der Offenlegungsvorschriften der MAR darstellen würde.

## 2. Die einzelnen Verhaltensweisen der Art. 8 und Art. 10 MAR

### *a) Insiderhandelsverbot nach Art. 8 MAR*

Ferner können die tatbestandlichen Verhaltensweisen der Art. 8 und Art. 10 MAR Aufschluss darüber geben, inwieweit die ausdrückliche Regelung eines Kenntniserfordernisses in Form des „Verfügens“ über die Insiderinformation erforderlich war und aus welchen Gründen darauf im Rahmen der Offenlegungsvorschriften des dritten Kapitels, insbesondere des Art. 17 Abs. 1 MAR, verzichtet wurde.

Von Art. 8 Abs. 1 MAR erfasst sind der „Bezug“, der „Erwerb“ und die „Veräußerung“ eines Finanzinstruments. Art. 8 Abs. 2 MAR behandelt die „Empfehlung“ zum Tätigen von Insidergeschäften oder die „Verleitung“ Dritter hierzu. Führt eine Person die genannten Tätigkeiten aus, kann dem Vorgang nicht angesehen werden, ob sie Kenntnis von einer Insiderinformation hat oder nicht. Anders als bei den untersuchten Publizitätsvorschriften der Art. 17 Abs. 7, Abs. 8 und Art. 19 Abs. 3 MAR folgt aus Art. 8 MAR also nicht, dass jemand, der die dort umschriebenen Verhaltensweisen ausführt, von der Insiderinformation weiß. Dementsprechend musste zusätzlich ein Kenntniserfordernis in den Tatbestand des Art. 8 MAR aufgenommen werden, da andernfalls der Schutzzweck des gleichberechtigten Informationszugangs (*equal access*) infolge der Tathandlung nicht betroffen wäre.<sup>268</sup>

Daher ist ein Umkehrschluss mit der Begründung, Art. 8 MAR enthalte im Gegensatz zu Art. 17 Abs. 1 MAR ein explizites Kenntniserfordernis, nicht zwingend. Denn sollte sich aus dem Kontext der Ad-Hoc-Publizitätspflicht ergeben, dass sie – wie auch die ihr benachbarten Offenlegungsvorschriften – ein Wissenselement beinhaltet, hätte der Gesetzgeber auch keinen Anlass gehabt, diese Anforderung ausdrücklich in den Verordnungstext aufzunehmen. Andernfalls würde man sämtliche Vorschriften, die die Kenntnis nicht explizit regeln, zu objektiv definierten Pflichten erheben, was in Widerspruch zu der Existenz der Art. 17 Abs. 7, Abs. 8 und Art. 19 Abs. 3 MAR a. F. stehen würde.

### *b) Offenlegungsverbot nach Art. 10 MAR*

Die in Bezug auf Art. 8 MAR hergeleitete Behauptung, dass der Verordnungsgeber das Merkmal des „Verfügens“ nur dort ausdrücklich aufführt, wo die tatbestandliche Verhaltensweise nicht ohnehin die Kenntnis des Normadressaten impliziert, muss sich zudem an den tatbestandlichen Anforderungen des Art. 10 MAR messen lassen.

<sup>268</sup> Erwägungsgrund Nr. 23 MAR; Klöhn, WM 2017, 2085.

Denn Art. 10 Abs. 1 MAR setzt voraus, dass jemand eine Insiderinformation „offenlegt“, und verlangt gleichzeitig, dass diese Person über die Insiderinformation „verfügt“. Daher könnte wie folgt begründet werden, dass Art. 17 Abs. 1 MAR ein Wissen des Emittenten nicht voraussetzt: Die „Offenlegung“ i. S. d. Art. 10 Abs. 1 MAR ist genauso auszulegen wie die „Bekanntgabe“ in Art. 17 Abs. 1 MAR. Da der Gesetzgeber in Art. 10 Abs. 1 MAR zusätzlich die Voraussetzung des „Verfügens“ aufgenommen hat, ergibt sich im Umkehrschluss, dass Art. 17 Abs. 1 MAR nicht voraussetzt, dass der Emittent über die Insiderinformation verfügen muss, damit die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entsteht. Dieses Argument steht und fällt mit der Prämisse, dass der Begriff der „Offenlegung“ i. S. d. Art. 10 Abs. 1 MAR dieselbe Bedeutung hat wie der Begriff der „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR. Für einen Gleichlauf der beiden Begriffe könnte angeführt werden, dass Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR die in Art. 17 Abs. 1 MAR verlangte „Bekanntgabe“ als „Offenlegung“ bezeichnet.

Der ausschlaggebende Unterschied zwischen einer „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR und einer „Offenlegung“ i. S. d. Art. 10 Abs. 1 MAR ergibt sich jedoch aus dem Zusammenhang, in dem die Begriffe verwendet werden. Entscheidend ist, dass der Anknüpfungspunkt für die jeweilige Pflichtverletzung nicht nur gänzlich verschieden, sondern umgekehrt ist: Während die Pflicht zur Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR dadurch verletzt wird, dass die relevante Information nicht bekannt gegeben wird, betrifft Art. 10 Abs. 1 MAR den umgekehrten Fall, in dem es gerade unrechtmäßig ist, eine Insiderinformation offenzulegen. Damit einhergehend erfasst das Offenlegungsverbot des Art. 10 Abs. 1 MAR ein breiteres Spektrum an Verhaltensweisen als das Bekanntgabegebot des Art. 17 Abs. 1 MAR. So legt jemand für die Zwecke des Art. 10 Abs. 1 MAR eine Insiderinformation nicht nur dadurch offen, dass er die Insiderinformation weitergibt (sog. Mitteilung), sondern auch dadurch, dass er es einer anderen Person ermöglicht, von der Insiderinformation Kenntnis zu nehmen (sog. Zugänglichmachung).<sup>269</sup> Um eine Insiderinformation in Form der letztgenannten Variante zugänglich zu machen, ist auch eine nur mittelbare Handlung<sup>270</sup> oder gar ein Unterlassen<sup>271</sup> ausreichend.

Dagegen führt im Rahmen der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht jede Form der Bekanntgabe dazu, dass der Emittent dem Veröffentlichungsgebot des Art. 17 Abs. 1 MAR nachkommt. Vielmehr kann ein Emittent seine Veröffentlichungspflicht nur

<sup>269</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 10 VO Nr. 596/2014 Rn. 11; Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 103; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 10 Rn. 28; Meyer, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 8 Rn. 4. Vgl. auch BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 62.

<sup>270</sup> Mennicke, in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 190.

<sup>271</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 10 VO Nr. 596/2014 Rn. 13; Meyer, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 8 Rn. 4; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 10 Rn. 30; Meyer, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 12.291; Rothenhöfer, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 3.550; a. A. im Zusammenhang mit § 38 WpHG a. F. Diversy/Köpferl, in: Graf/Jäger/Wittig, Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, § 38 WpHG Rn. 197.

dadurch erfüllen, dass er einer möglichst breiten Öffentlichkeit einen „schnellen Zugang und eine vollständige, korrekte und rechtzeitige Bewertung“ ermöglicht (vgl. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR i. V. m. Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. i DurchfVO 2016/1055). Die in Art. 17 Abs. 1 MAR geforderte „Bekanntgabe“ kann also nur durch eine unmittelbare Handlung des betroffenen Emittenten und nicht durch eine nur mittelbare Handlung oder gar ein Unterlassen erfolgen. Dies ergibt sich nicht zuletzt aus dem Umstand, dass der Emittent die Insiderinformation auf seiner Website für eine Dauer von fünf Jahren zu veröffentlichen hat (Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 Satz 3 MAR, Art. 3 DurchfVO 2016/1055).

Da eine Insiderinformation im Rahmen des Art. 10 Abs. 1 MAR durch eine mittelbare Handlung oder ein Unterlassen „offengelegt“ werden kann, können die dafür ausreichenden Verhaltensweisen auch durch solche Personen ausgeführt werden, die keine Kenntnis von der Insiderinformation haben. So macht für die Zwecke des Art. 10 Abs. 1 MAR eine Information infolge einer nur mittelbaren Handlung etwa zugänglich, wer einem Dritten ein Kennwort mitteilt, das diesem ermöglicht, auf eine elektronisch gespeicherte Informationen zuzugreifen.<sup>272</sup> Dass die Person, die das Kennwort mitgeteilt hat, selbst von der gespeicherten Information weiß, ist nicht erforderlich, damit das Tatbestandsmerkmal der „Offenlegung“ i. S. d. Art. 10 Abs. 1 MAR erfüllt ist. Außerdem legt eine Insiderinformation durch Unterlassen offen, wer etwa Computerdaten nicht sperrt oder Schriftstücke nicht vor dem Zugriff durch unberechtigte Personen sichert.<sup>273</sup> Ein solcher Umgang mit Informationen impliziert ebenfalls nicht die Kenntnis von diesen Informationen. Vielmehr wird man im Falle des Begehens durch Unterlassen sogar im Gegenteil annehmen müssen, dass die meisten Personen, die eine unrechtmäßige Offenlegung von Informationen nicht verhindern, keine Kenntnis von den Informationen haben.

Wenn Art. 10 Abs. 1 MAR also nicht die zusätzliche Voraussetzung enthalten würde, dass der Normadressat über die Insiderinformation „verfügt“, würde jede Person den Tatbestand der unrechtmäßigen Offenlegung erfüllen, die nicht verhindert, dass ein Dritter Insiderinformationen auffindet. Daher ist es erforderlich, den Tatbestand des Art. 10 Abs. 1 MAR zusätzlich insoweit zu begrenzen, als nur solche Personen wegen einer unrechtmäßigen Offenlegung belangt werden sollten, die von der Insiderinformation wissen. Dabei kann die Kenntnis von der Insiderinformation im Rahmen des Art. 10 Abs. 1 MAR nicht etwa als Voraussetzung für eine Garantenpflicht angesehen werden, da es sich bei Art. 10 Abs. 1 MAR um ein echtes Unterlassungsdelikt handelt.<sup>274</sup> Deshalb musste die zusätzliche Voraussetzung geschaffen werden, dass der Normadressat über die Insiderinformation „verfügt“. Das

<sup>272</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 10 VO Nr. 596/2014 Rn. 13; Mennicke, in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 191; Siebold, Das neue Insiderrecht, S. 242.

<sup>273</sup> Lückner, Der Straftatbestand des Mißbrauchs, S. 104; Mennicke, in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 191.

<sup>274</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 10 Rn. 30; Lückner, Der Straftatbestand des Mißbrauchs, S. 104; Mennicke, in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 191; Rothenhöfer, in: Kumpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 3.550.

Tatbestandsmerkmal des „Verfügens“ in Art. 10 Abs. 1 MAR wurde – genauso wie in Art. 8 Abs. 1 MAR – nur deshalb aufgenommen, weil die tatbestandlichen Verhaltensweisen nicht schon selbst die Kenntnis des Normadressaten implizieren. Daher kann aus Art. 10 Abs. 1 MAR genauso wenig wie aus Art. 8 Abs. 1 MAR geschlossen werden, dass die Pflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR nach dem Willen des Gesetzgebers unabhängig davon entstehen soll, dass der Emittent über die Insiderinformation verfügt.

Aus der Untersuchung der Tatbestandsstruktur der unrechtmäßigen Offenlegung nach Art. 10 Abs. 1 MAR und der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR lässt sich schließlich ein Erkenntnisgewinn umfassender Art verzeichnen, der für die Auslegung jeglichen Unionsrechts konstituierend ist. Einerseits wurde im Umgang mit den Publizitätspflichten des dritten Kapitels der MAR festgestellt, dass verschiedene Begriffe innerhalb eines Abschnitts identische Bedeutungen haben können.<sup>275</sup> Andererseits folgt aus dem Umgang mit Art. 10 Abs. 1 MAR, dass ähnliche Formulierungen in einem anderen Kapitel je nach dem Zusammenhang, in dem sie gebraucht werden, unterschiedliche Inhalte vermitteln können. Daher sind kapitelübergreifende Umkehrschlüsse gerade im Unionsrecht mit Vorsicht zu genießen, da durchweg der Einwand erhoben werden kann, dass der europäische Gesetzgeber denselben Begriffen eine unterschiedliche Bedeutung beimisst (sog. Relativität der Rechtsbegriffe).<sup>276</sup>

## C. Gesetzgeberischer und behördlicher Assoziationshaushalt

### I. Beispiele für Insiderinformationen

#### 1. Erwägungsgründe Nr. 17 und Nr. 50 der MAR

Weiterhin geben die Aussagen des Gesetzgebers Aufschluss darüber, welche Arten von Insiderinformationen für die Zwecke des Art. 17 Abs. 1 MAR als publizitätspflichtig erachtet werden und welche nicht. Daraus kann erschlossen werden, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst mit Kenntnis des Emittenten von der relevanten Information oder bereits vorher entstehen soll.

Aussagen des Gesetzgebers lassen sich den Erwägungsgründen zur MAR entnehmen. Zwar enthalten die Erwägungsgründe keinen generellen Katalog potentiell ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen. Jedoch zählt Erwägungsgrund Nr. 17 der MAR zumindest im Zusammenhang mit Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Vorgang beispielhaft Ereignisse auf, die Insiderinformationen darstellen könnten. Darunter finden sich zum einen Insiderinformationen, von denen der Emittent (und dort insbesondere die Führungsebene) regelmäßig Kenntnis hat. Dazu gehören der Stand von Vertragsverhandlungen, vorläufig in Vertragsverhandlungen

<sup>275</sup> Vgl. § 8 B. I.

<sup>276</sup> Vgl. *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber, Europäische Methodenlehre*, § 10 Rn. 20.

vereinbarte Bedingungen, die Möglichkeit der Platzierung von Finanzinstrumenten, die Umstände, unter denen Finanzinstrumente vermarktet werden, und die vorläufigen Bedingungen für die Platzierung von Finanzinstrumenten. Zum anderen zählt Erwägungsgrund Nr. 17 MAR auch Zwischenschritte auf, von denen Mitarbeiter des Emittenten nicht unbedingt wissen, wie etwa die Prüfung der Aufnahme eines Finanzinstruments in einen wichtigen Index oder die Streichung eines Finanzinstruments aus einem solchen Index.

Allerdings kann anhand der Beispiele in Erwägungsgrund Nr. 17 MAR noch nicht mit Gewissheit gesagt werden, inwieweit es sich um Insiderinformationen handelt, die nach Art. 17 Abs. 1 MAR veröffentlichungspflichtig sind. Das liegt daran, dass sich Erwägungsgrund Nr. 17 MAR damit beschäftigt, welche Arten von Zwischenschritten überhaupt als Insiderinformationen zu qualifizieren sein können. Hiermit ist aber noch nicht gesagt, dass solche Zwischenschritte auch veröffentlichungspflichtig sind, da das Vorliegen einer Insiderinformation zwar eine, aber nicht die einzige Voraussetzung einer Ad-Hoc-Publizitätspflicht ist.<sup>277</sup> Dies zeigt sich insbesondere, wenn man Erwägungsgrund Nr. 17 mit Erwägungsgrund Nr. 50 MAR vergleicht. In Erwägungsgrund Nr. 50 MAR geht es darum, hinsichtlich welcher Arten von Zwischenschritten ein Aufschub der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR infrage kommt. Dabei greift Erwägungsgrund Nr. 50 MAR nur diejenigen Ereignisse aus Erwägungsgrund Nr. 17 MAR auf, von denen der Emittent typischerweise Kenntnis hat. Dagegen bezieht sich Erwägungsgrund Nr. 50 MAR nicht auf diejenigen Umstände in Erwägungsgrund Nr. 17 MAR, von denen der Emittent nicht unbedingt weiß.

Die in Erwägungsgrund Nr. 50 MAR aufgeführten Konstellationen sind vor dem Hintergrund aufschlussreich, dass eine Selbstbefreiung nur bei solchen Ereignissen infrage kommt, die eine Veröffentlichungspflicht des Emittenten nach Art. 17 Abs. 1 MAR auslösen. Indem Erwägungsgrund Nr. 50 MAR nicht auf alle Zwischenschritte Bezug nimmt, die in Erwägungsgrund Nr. 17 MAR aufgezählt sind, sondern nur auf diejenigen, von denen der Emittent weiß, mag der Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht haben, dass nur solche Zwischenschritte nach Art. 17 Abs. 1 MAR veröffentlicht werden müssen, von denen der Emittent Kenntnis hat. Denn andernfalls würde sich die Frage nach der Selbstbefreiung nicht stellen.

Da Zwischenschritte naturgemäß öfter und insbesondere in einem früheren Stadium auftreten als Endereignisse, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass so geartete Insiderinformationen auch außerhalb des Unternehmens entstehen können. Dies wird durch die in Erwägungsgrund Nr. 17 MAR aufgeführten Beispiele deutlich. Daher ist es beachtlich, dass dem Emittenten noch unbekannte Zwischenschritte mit keinem Wort erwähnt werden, wenn es – wie in Erwägungsgrund Nr. 50 MAR – um die Veröffentlichungspflicht des Emittenten geht.

---

<sup>277</sup> *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 383: „Im Ausgangspunkt ist zu beachten, dass die Existenz einer Insiderinformation keineswegs die Ad-Hoc-Pflicht eines Emittenten impliziert“.

## 2. Beispiele in den behördlichen Erläuterungen

Auch Aussagen von Behörden lassen erkennen, welche Arten von Insiderinformationen sie als veröffentlichungspflichtig ansehen.<sup>278</sup> Unter den Beispielen des CESR für veröffentlichungspflichtige Insiderinformation lassen sich ausschließlich solche Umstände wiederfinden, von denen der Emittent (und dort insbesondere die Führungsebene) weiß.<sup>279</sup> Auch in der vierten Auflage des Emittentenleitfadens der BaFin sind nur solche Beispiele für veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen aufgezählt, von denen der Emittent Kenntnis hat.<sup>280</sup> Bis auf die Veröffentlichungspflicht bei bedeutenden Erfindungen und maßgeblichen Produkthaftungs- oder Umweltschäden weiß sogar die Führungsebene des Emittenten zwangsläufig von den aufgezählten Ereignissen. So differenzierte die vierte Auflage des Emittentenleitfadens zwischen Beispielen für Insiderinformationen, die nicht veröffentlichungspflichtig sind, da sie den Emittenten nur mittelbar betreffen,<sup>281</sup> und solchen, die im Wege der Ad-Hoc-Publizität bekanntgegeben werden mussten, weil sie den Emittenten unmittelbar betreffen.<sup>282</sup> Dabei übernahm die BaFin diejenigen Insiderinformationen, von denen der Emittent nicht weiß, nicht in die Liste der Beispiele, die im Wege der Ad-Hoc-Publizität veröffentlicht werden mussten. Dies deutet darauf hin, dass die BaFin mit veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen nur solche Ereignisse assoziiert, die dem Emittenten bekannt sind.<sup>283</sup> Der Emittentenleitfaden enthielt in seiner vierten Auflage sogar die ausdrückliche Aussage, dass die Veröffentlichungspflicht im Hinblick auf Geschäftsergebnisse erst dann entsteht, wenn der Vorstand oder eine andere für die Veröffentlichung verantwortliche Stelle im Unternehmen über die Information verfügt.<sup>284</sup>

Allerdings finden sich in der aktuellen fünften Auflage des Emittentenleitfadens auch Beispiele für veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen, von denen Mitarbeiter des Emittenten nicht unbedingt wissen, wie etwa wesentliche Änderungen eines Ratings, bedeutende Erfindungen oder plötzliche Rohstoffentwicklungen.<sup>285</sup> Das liegt aber daran, dass der neue Emittentenleitfaden die Beispiele für

<sup>278</sup> Erläuterungen der ESMA, des CESR und der BaFin sind zwar rechtlich nicht bindend, haben aber praktische Bedeutung, vgl. ESMA, FAQs, A Guide to Understanding ESMA, 3. I. 2011, ESMA/2011/009, S. 5; *Lutter/Bazer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, § 31 Rn. 31.12 (zur ESMA); *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 490 ff.; *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 85 (zum CESR), *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, 730; *Pfüller*, in: *Fuchs*, WpHG, § 15 Rn. 31 f. (zur BaFin).

<sup>279</sup> CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.15; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 22, 35.

<sup>280</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 52 f.

<sup>281</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 51.

<sup>282</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 53.

<sup>283</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 33; *J. Koch*, AG 2019, 273, 285.

<sup>284</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 55.

<sup>285</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 22, 35.

Insiderinformationen nicht mehr danach unterteilt, ob sie den Emittenten mittelbar (dann nicht veröffentlichungspflichtig) oder unmittelbar betreffen (dann veröffentlichungspflichtig).<sup>286</sup> Vielmehr verweist die BaFin im Abschnitt zu den „Beispielen veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen“ i. S. d. Art. 17 MAR<sup>287</sup> auf den Abschnitt zu den „Beispielen potenzieller Insiderinformationen“ i. S. d. Art. 7 MAR.<sup>288</sup> Daraus folgt nicht, dass die Beispiele aus Art. 7 MAR zugleich veröffentlichungspflichtig sind, da die BaFin zutreffend darauf hinweist, dass im Rahmen des Art. 17 MAR noch weitere Voraussetzungen erfüllt sein müssen.<sup>289</sup> Daher kann aus dem neuen Emittentenleitfaden nicht gefolgert werden, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nunmehr unabhängig davon entsteht, ob der Emittent von der infrage stehenden Insiderinformation Kenntnis hat.

## II. Aussagegehalt der Beispiele

Nachdem skizziert worden ist, welche Arten von Insiderinformationen regelmäßig als veröffentlichungspflichtig i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR erachtet werden, ist in einem nächsten Schritt zu beurteilen, welche konkreten Schlussfolgerungen aus den aufgeführten Beispielen gezogen werden können.

Zunächst kann der Assoziationshaushalt des Ordnungsgebers und der Behörden, der in den Erwägungsgründen und in den behördlichen Leitlinien zum Ausdruck kommt, mit der bereits gewonnenen Erkenntnis verknüpft werden, dass die Pflicht des Emittenten nach Art. 17 Abs. 1 MAR auf irgendeine Weise beschränkt werden muss. Denn wie bereits an anderer Stelle dargelegt worden ist, ist eine größere Menge an veröffentlichten Insiderinformationen nicht unbedingt vorteilhaft.<sup>290</sup> Sie kann nämlich Kosten aufseiten des Emittenten und auch aufseiten der Anleger verursachen, die den gesamtgesellschaftlichen Vorteil einer Informationsversorgung überwiegen. Dass sowohl der Ordnungsgeber als auch die Behörden mit veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen nur solche Ereignisse verbinden, von denen Mitarbeiter des Emittenten (insbesondere Mitglieder der Führungsebene) wissen, kann also darauf hindeuten, dass es nicht ausreichend ist, den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR durch das Tatbestandsmerkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ oder der „Unverzüglichkeit“ zu beschränken. Vielmehr ließe sich aus den aufgeführten Beispielen schließen, dass Art. 17 Abs. 1 MAR durch ein weiteres Element begrenzt wird, und zwar dadurch, dass der Emittent nur solche Insiderinformationen veröffentlichen muss, die ihm bereits bekannt sind.

<sup>286</sup> So aber noch BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 55.

<sup>287</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 35.

<sup>288</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 22.

<sup>289</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 35 f.

<sup>290</sup> Vgl. § 4 B.



Allerdings sind solche Erwägungen nicht unumstößlich.<sup>291</sup> So muss man sich stets vergewissern, dass die aufgeführten Beispiele auf solche Insiderinformationen begrenzt sind, die schon ihrer Natur nach nicht ohne Wissen zumindest eines Mitarbeiters innerhalb des Emittenten entstehen können. Beispielsweise kann eine Umstrukturierung innerhalb eines Emittenten nicht stattfinden, ohne dass die Führungsebene von den entsprechenden Maßnahmen von Anfang an weiß. Auch Beherrschungs- bzw. Gewinnabführungsverträge oder der Abschluss bedeutender Vertragsverhältnisse können sich nicht ereignen, ohne dass die Führungsebene hiervon von Beginn an Kenntnis hat. Dies ist gleichzeitig die Achillesferse der Argumentationsfigur, die sich zur Begründung des Kenntniserfordernisses auf die erläuterten Beispiele beruft. Denn den Beispielen kann nicht angesehen werden, wie der Ordnungsgeber oder die Behörden mit Konstellationen umgehen würden, in denen eine Insiderinformation in einem Zeitpunkt entsteht, in dem noch kein Mitarbeiter des Emittenten von ihr Kenntnis hat.

Von den aufgeführten Beispielen darauf zu schließen, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst mit Kenntnis des Emittenten entsteht, ist auch deshalb fraglich, weil mit den Beispielen kein verbindlicher Katalog potenziell veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen einhergehen soll. Vielmehr handelt es sich um eine nicht abschließende Empfehlung, die in Anbetracht der konkreten Umstände in beide Richtungen korrigiert werden kann.<sup>292</sup> Und auch wer das Kenntniserfordernis mit der Erwägung begründet, der Emittent müsse von den infrage stehenden Umständen wissen, um ihr Kursbeeinflussungspotenzial zu ermitteln,<sup>293</sup> entgegnet Vertretern einer Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation nichts, worauf sie keine Antwort hätten. Denn würde man in die „Bekanntgabe“ auch die Suche und Organisation hineinlesen, hätte der Emittent eben dafür zu sorgen, dass er die Kursrelevanz ermitteln kann, indem er die Informationen auffindet. Indem man auf die Möglichkeit verweist, die Kursrelevanz einer Information erst feststellen zu können, wenn man von dieser weiß, setzt man voraus, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur in diesem Zeitpunkt entstehen kann. Es wird aber nicht begründet, warum sie den Emittenten nicht schon vorher treffen kann, damit er dafür sorgt, dass die zuständige Stelle Kenntnis von den relevanten Umständen erlangt.

### III. Konkrete Formulierung der Beispiele

Aus den behördlich aufgeführten Beispielen lassen sich unter einem anderen Gesichtspunkt Rückschlüsse auf ein Wissenserfordernis ziehen. Es zeigt sich nämlich, dass einige Beispiele auf eine ganz bestimmte Art und Weise formuliert

<sup>291</sup> So auch *J. Koch*, AG 2019, 273, 274.

<sup>292</sup> CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.15; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 35.

<sup>293</sup> Vgl. *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2019, 621, 632.



sind, die nahelegt, dass die Behörden stillschweigend von einem Wissenserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ausgehen.

Das CESR führt etwa an, dass es sich um eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation handelt, wenn der Emittent ein Übernahmeangebot erhält („Receiving acquisition bids for relevant assets“).<sup>294</sup> Beachtlich ist dabei, dass die Entscheidung eines Bieters, ein Übernahmeangebot abzugeben, bereits für sich genommen eine Insiderinformation ist, die den Emittenten unmittelbar betrifft.<sup>295</sup> Ausweislich der gewählten Formulierung des CESR soll die bloße Entscheidung des Bieters aber noch nicht genügen, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auszulösen. Vielmehr muss die Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft, auch an den Emittenten herangetragen worden sein.

Genauso verhält es sich, wenn die BaFin sich dazu äußert, inwieweit der Emittent dazu verpflichtet ist, über einen bevorstehenden Squeeze-out ad-hoc zu informieren. Der Entschluss eines Hauptaktionärs, einen Squeeze-out durchführen zu wollen, kann für sich genommen eine Insiderinformation sein.<sup>296</sup> Der BaFin zufolge muss ein Emittent diese Insiderinformation aber erst bekannt geben, sobald er von dem Beschluss des Hauptaktionärs Kenntnis erlangt, spätestens z. B. mit Zugang des entsprechenden Verlangens des Hauptaktionärs beim Vorstand der Gesellschaft gem. § 327a AktG.<sup>297</sup> Die gewählte Formulierung deutet darauf hin, dass die BaFin von einem Wissenserfordernis im Rahmen der Ad-Hoc-Publizitätspflicht ausgeht.

Schließlich findet sich eine weitere relevante Formulierung in den Q&A der ESMA in Bezug auf die MAR. Dort hebt die ESMA hervor, dass von einem Kreditinstitut als Emittent für die Zwecke des Art. 17 Abs. 1 MAR erst dann verlangt wird, eine Insiderinformation als solche zu erkennen, wenn es von der Information im Kontext des *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP) oder des *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities* (MREL) Kenntnis erhalten hat („is made aware of information“).<sup>298</sup> Nur wenn diese Voraussetzungen

<sup>294</sup> CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.15, Spiegelstrich 23. So auch *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 654; *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität, S. 140 f.

<sup>295</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 384 mit Fn. 13.

<sup>296</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 11, 22.

<sup>297</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altaufl.), 2009/2013, S. 59.

<sup>298</sup> ESMA, Q&A on the Market Abuse Regulation, ESMA70–145–111, Stand: 29. 3. 2019, S. 12: „Consequently, in the context of the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) to be conducted in accordance with Article 97 of Directive 2013/36/EU (CRD IV), whenever a credit institution subject to the market abuse regime *is made aware* of information, notably the results of the exercise, it is expected to evaluate whether that information meets the criteria of inside information. Along the same line, in the context of the MREL exercise to be conducted by the Single Resolution Board in accordance with the Bank Recovery and Resolution Directive, whenever a credit institution subject to the market abuse regime *is made aware* of information, it is expected to evaluate whether that information meets the criteria of inside information.“ (Hervorhebungen durch Verfasser). Vgl. auch Art. 4 Abs. 1 lit. a DurchfVO 2016/1055

erfüllt seien, sei das Kreditinstitut verpflichtet, die Insiderinformation so bald wie möglich („as soon as possible“) zu veröffentlichen oder die Bekanntgabe unter den dafür erforderlichen Voraussetzungen aufzuschieben.<sup>299</sup>

Zwar muss mit dem Terminus „aware“ nicht zwingend einhergehen, dass die positive Kenntnis des Managements vorausgesetzt wird.<sup>300</sup> Denn wie bereits gezeigt, lässt es etwa Section 19.12 LR-ASX genügen, wenn ein Mitglied der Führungsebene die Insiderinformation vernünftigerweise in Verrichtung seiner Tätigkeit besitzen sollte, damit der Emittent „aware“ von der Information ist.<sup>301</sup> Aber auch Section 19.12 LR-ASX verlangt, dass die Information zumindest irgendeinem Mitarbeiter des Unternehmens bekannt ist („if it is known by anyone within the entity“).<sup>302</sup> Zudem knüpft die ESMA ausweislich des zitierten Passus nicht nur dann an den Zeitpunkt der „awareness“ an, wenn es darum geht, dass der Emittent die Insiderinformation veröffentlicht, sondern auch dann, wenn es darum geht, dass der Emittent die Veröffentlichung aufschiebt. Wenn der Selbstbefreiungsbeschluss aber nur erfolgen kann, wenn die verantwortliche Stelle innerhalb des Emittenten Kenntnis von der Insiderinformation hat,<sup>303</sup> kann mit der „awareness“ nur die positive Kenntnis dieser Stelle gemeint sein. Konsequenterweise bezieht sich der Zeitraum „as soon as possible“ auf die rechtliche Prüfung der Veröffentlichungspflicht und der Selbstbefreiungsmöglichkeit im Hinblick auf eine Insiderinformation, die der zuständigen Stelle innerhalb des Emittenten bereits vorliegt.<sup>304</sup>

#### IV. Unternehmensinterne Organisation

Neben den untersuchten Beispielen, die als veröffentlichungspflichtige Ereignisse aufgeführt werden, äußert sich die BaFin auch zu der unternehmensinternen Organisation eines Emittenten in Bezug auf veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen: Wenn die Insiderinformation an einer Stelle des Unternehmens entstehe, die nicht berechtigt sei, über die Veröffentlichung zu entscheiden, müsse durch die unternehmensinterne Organisation sichergestellt sein, dass die Information un-

---

zur MAR: „erstmaliges Vorliegen der Insiderinformationen beim Emittenten“. A. A. hierzu *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 148 ff.

<sup>299</sup> ESMA, Q&A on the Market Abuse Regulation, ESMA70–145–111, Stand: 29. 3. 2019, S. 12 f.

<sup>300</sup> *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Vor Art. 17 Rn. 26.

<sup>301</sup> Vgl. § 6 B. III.

<sup>302</sup> ASX-Guidance Note 8, Rn. 4.4.

<sup>303</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 32; *J. Koch*, AG 2019, 273, 279 f.

<sup>304</sup> A. A. *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 148 mit der Begründung, dass die ESMA nur deswegen auf die „awareness“ abstellt, weil sich der Emittent diese Art von Informationen nicht beschaffen kann, ohne dass sie ihm mitgeteilt werden.

verzüglich der entscheidungsberechtigten Stelle zur Kenntnis gebracht und auf ihre Ad-Hoc-Publizitätspflicht geprüft werde.<sup>305</sup>

Dieser Passus legt nahe, dass nur solche Insiderinformationen veröffentlichungspflichtig sind, die sich an irgendeiner Stelle innerhalb des Unternehmens befinden. Eine nach außen gerichtete Informationsbeschaffungspflicht soll demnach ausgeschlossen sein. Denn die BaFin geht offenbar davon aus, dass veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen „an einer Stelle des Unternehmens entstehen“. Diese Auffassung steht im Einklang mit den Ausführungen in Erwägungsgrund Nr. 55 MAR, wonach der Verordnungsgeber die Kosten für die Sichtung der dem Emittenten „vorliegenden Informationen“<sup>306</sup> würdigt, nicht aber solche für eine Informationsbeschaffung von außen.<sup>307</sup>

Allerdings bleibt unklar, an welcher Stelle sich die Insiderinformation innerhalb des Emittenten befinden muss, um veröffentlichungspflichtig zu sein. Offenbar geht die BaFin davon aus, dass veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen auch an Stellen innerhalb des Unternehmens entstehen können, die nicht berechtigt sind, über die Veröffentlichung zu entscheiden. Diese Frage reißt Gesichtspunkte an, auf die erst im Rahmen der Wissenszurechnung Bezug genommen wird. Daher wird dort auf die Aussage der BaFin zurückzukommen sein.<sup>308</sup>

## D. Verhältnis zu der „Unverzüglichkeit“

### I. Systematischer Abgleich

#### 1. Bestandsaufnahme

Einen weiteren Anhaltspunkt dafür, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht implizit die Kenntnis des Emittenten voraussetzt, oder ihn dazu verpflichtet, Insiderinformationen zu beschaffen, bietet die im Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR enthaltene Aufforderung, dass der Emittent Insiderinformationen „unverzüglich“ bekanntgeben muss. Sollte sich herausstellen, dass sich der Begriff der „Unverzüglichkeit“ ausschließlich auf die Zeitspanne beziehen kann, in der der Emittent eine ihm bekannte Insiderinformation zu veröffentlichen hat, würde folgen, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst entsteht, sobald der Emittent von der Insiderinformation weiß.

Um die Bedeutung zu ermitteln, die der Uniongesetzgeber dem Merkmal der „Unverzüglichkeit“ beimessen wollte, bietet es sich zunächst an, andere Vorschriften der MAR zu untersuchen, die ebenfalls den Begriff der „Unverzüglichkeit“ auf-

<sup>305</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 33.

<sup>306</sup> „in their possession“ (englisch).

<sup>307</sup> *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1965; so auch *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 45; a. A. *K. Roth*, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 186 f.

<sup>308</sup> Vgl. § 11 B. IV.

greifen.<sup>309</sup> So kann der Vergleich mit der Formulierung in anderen Regelungen vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Sprachfassungen Auskunft darüber geben, welche Inhalte der Ordnungsgeber dem Begriff der „Unverzüglichkeit“ beimesen wollte. Innerhalb des Kapitels über die kapitalmarktrechtlichen Offenlegungsvorschriften (Art. 17–21 MAR) ist Art. 17 Abs. 1 MAR nicht die einzige Regelung, die zu einer „unverzüglichen“ Veröffentlichung von Informationen verpflichtet. Auch Art. 17 Abs. 4 lit. a und Art. 17 Abs. 8 MAR verwenden die Formulierung der „unverzüglichen“ Offenlegung bzw. Veröffentlichung, während Art. 17 Abs. 7 MAR die sehr ähnliche Umschreibung einer „so schnell wie möglich“ getätigten Information wählt, die einhellig als Unverzüglichkeit verstanden wird.<sup>310</sup> Die identische Interpretation der anders lautenden Formulierung in Art. 17 Abs. 7 MAR beruht darauf, dass auch in Art. 17 Abs. 1 MAR der zuvor geltende Normtext von „so bald wie möglich“ in „unverzüglich“ umgewandelt wurde,<sup>311</sup> ohne dass damit eine inhaltliche Änderung verbunden war.<sup>312</sup>

Zudem heißt es in den vorliegend exemplarisch herausgegriffenen sieben Sprachfassungen des Art. 17 Abs. 1 MAR einheitlich „as soon as possible“ (englisch), „dès que possible“ (französisch), „tan pronto como sea posible“ (spanisch), „quanto prima possibile“ (italienisch), „o mis rapidamente possível“ (portugiesisch), „zo snel mogelijk“ (niederländisch) oder „при първа възможност“ (bulgarisch). Im Zusammenhang mit Art. 17 Abs. 7 MAR wird in allen hier betrachteten Sprachfassungen ebenfalls darauf abgestellt, ob der Emittent die Insiderinformation „möglichst schnell“ veröffentlichen kann. Insoweit kann es also, wenn überhaupt, nur auf den Aspekt der „Möglichkeit“ ankommen und nicht auf ein schuldhaftes Verhalten des Emittenten. Gleichzeitig taucht aber selbst die Umschreibung des „Möglichen“ nicht durchgängig in den Formulierungen auf, die die deutsche Sprachfassung mit „unverzüglich“ übersetzt. So spricht etwa Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR von „immediate disclosure“ (englisch), „publication immédiate“ (französisch), „la difusión inmediata“ (spanisch), „la comunicazione immediata“ (italienisch), „divulgação imediata“ (portugiesisch), „onmiddellijke openbaarmaking“ (niederländisch) oder „незабавното разкриване“ (bulgarisch). Die von Art. 17 Abs. 1 MAR abweichende Wortwahl erstaunt insbesondere deshalb, weil Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR nur die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR meinen kann. Dem Umstand, dass sich Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR auf die Bekanntgabe nach Art. 17 Abs. 1 MAR bezieht, wird die deutsche Sprachfassung gerecht, indem sie an beiden Stellen den Begriff der „Unverzüglichkeit“ verwendet. In Art. 17 Abs. 8 MAR wählt der Gesetzgeber wiederum anderslautende Formulierungen wie „promptly“ (eng-

<sup>309</sup> Vgl. auch K. Roth, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 275 ff.

<sup>310</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 139; Veill/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 162.

<sup>311</sup> ABl. EU Nr. L 348 v. 21. 12. 2016, S. 83, 84 f.

<sup>312</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285, 1288. Vgl. auch die Änderung des Normtextes in Art. 18 Abs. 1 lit. c. MAR von „möglichst rasch“ in „unverzüglich“, ABl. EU Nr. L 348 v. 21. 12. 2016, S. 83, 85.

lisch), „rapidement“ (französisch), „sin demora“ und „de inmediato“ (spanisch), „tempestivamente“ (italienisch), „prontamente“ und „imediatamente“ (portugiesisch), „onverwijld“ (niederländisch) oder „своевременно“ und „бързо“ (bulgarisch).

## 2. Keine Systematisierung anhand von Unterschieden

Vor dem Hintergrund der durchgeführten Bestandsaufnahme scheitert der Versuch, die unterschiedlichen Formulierungen so zu systematisieren, dass man an ihnen ablesen könnte, in welchen Fällen der Gesetzgeber die Kenntnis des Normadressaten implizit voraussetzt und in welchen nicht. So verwenden die meisten Sprachfassungen in Art. 17 Abs. 1 MAR dieselbe Formulierung wie auch in Art. 17 Abs. 7 MAR, der fraglos die Kenntnis des Emittenten voraussetzt.

Insbesondere bietet das in vielen Wendungen enthaltene Element des „Möglichen“ offenbar keinen Anhaltspunkt dafür, ob der dort umschriebene Pflichteninhalt zusätzlich durch das Tatbestandsmerkmal der Kenntnis beschränkt wird.<sup>313</sup> So taucht der Aspekt der Möglichkeit gleichermaßen in Art. 17 Abs. 7 MAR auf, dessen Anwendungsbereich aufgrund eines bereits erfolgten Befreiungsbeschlusses nur solche Fälle erfassen kann, in denen der Emittent von der Insiderinformation weiß. Mit der Regelung des Art. 17 Abs. 7 MAR zeigt der Gesetzgeber also, dass obwohl der Tatbestand bereits ausdrücklich auf das „Mögliche“ beschränkt wird, er auch noch weitergehend begrenzt werden kann, indem aus dem Kontext der Norm zusätzlich ein Wissenserfordernis hergeleitet wird. Dies ist demnach auch für den Fall des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht ausgeschlossen. Umgekehrt wird in Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR eine Formulierung gewählt, die nicht explizit auf die Möglichkeit abstellt, während sich auch hier aus dem Sinnzusammenhang des Regelungsgefüges ergibt, dass der Emittent über die bekanntzugebende Information verfügt.<sup>314</sup> Aus einer normübergreifenden Betrachtung der Art. 17 Abs. 4 lit. a, Art. 17 Abs. 7, Art. 17 Abs. 8 MAR folgt insoweit, dass eine gewählte oder fehlende Formulierung, die den Begriff der Möglichkeit beinhaltet, nicht als Kriterium dienen kann, um einer Regelung ein vorhandenes oder fehlendes Wissenserfordernis anzusehen.

## 3. Systematisierung anhand von Gemeinsamkeiten

Entgegen der Vorstellung, dass ein Gesetzestext für identische Bedeutungen auch dieselben Begriffe verwendet, wird man sich in Anbetracht der in 27 Mitgliedstaaten geltenden MAR von der Erfahrung verabschieden müssen, der Gesetzgeber wolle

<sup>313</sup> So aber Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287: „Art. 17 MAR [verpflichtet] den Emittenten nicht schlechthin zur Veröffentlichung jeder ad-hoc-pflichtigen Information, [...] sondern nur zu deren unverzüglicher Veröffentlichung (engl: „as soon as possible (!)“) d. h. gerade nicht zu etwas Unmöglichem“.

<sup>314</sup> Vgl. § 8 B. I. 4.

mit anderslautenden Formulierungen in ein und demselben Abschnitt (hier des dritten Kapitels der Offenlegungsvorschriften) verschiedene Inhalte regeln. Stattdessen sollte der Realität ins Auge gesehen werden, dass der Unionsgesetzgeber offenbar verschiedene Umschreibungen verwendet, um dieselben Inhalte zu vermitteln.<sup>315</sup>

Versagt daher eine Systematisierung dergestalt, dass unterschiedliche Formulierungen mit verschiedenartigen Inhalten konnotiert werden, bietet sich in diesem Zusammenhang eine Herangehensweise als zielführender an, die nicht in Unterschieden, sondern in Gemeinsamkeiten denkt. Denn es ist nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen der Unionsgesetzgeber in einigen Vorschriften die eine Formulierung und in anderen Vorschriften eine abweichende Wendung gewählt hat. Vielmehr steht sogar fest, dass in einigen Fällen – wie in Art. 17 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR – zweifelsohne derselbe Inhalt zum Ausdruck kommen sollte. Statt verschiedenartige Bedeutungen herauszuarbeiten, mag man sich daher fragen, welche Eigenschaft alle verwendeten Begriffe gemeinsam haben, das heißt auf welchen Inhalt die Begriffe als den kleinsten gemeinsamen Nenner heruntergebrochen werden können. Mit einer derartigen Beleuchtung des Kerns der gewählten Formulierungen lässt sich am ehesten die Bedeutung ermitteln, die dem Unionsgesetzgeber hinter dem Schleier der unterschiedlichen Wendungen in den verschiedenen Offenlegungsvorschriften in 24 Sprachfassungen vorschwebte.

Im Zusammenhang mit den hier behandelten Offenlegungsvorschriften des dritten Kapitels der MAR ist die nicht zu leugnende Substanz der aufgezeigten Ausdrucksweisen für die „Unverzüglichkeit“ eine *schnelle und sich zeitlich unmittelbar vollziehende Bekanntgabe*.<sup>316</sup> Denn durch alle betrachteten Formulierungsvarianten wird ein begrenztes Zeitfenster definiert, in dem die Veröffentlichung durch den Normadressaten erwartet wird.<sup>317</sup> Dies hat zur Folge, dass in den Begriff der „Unverzüglichkeit“ weder ein eigenständiges Pflichtenprogramm noch eine inhaltliche Begrenzung eines anderweitig hergeleiteten Anforderungskatalogs hineingelesen werden kann.<sup>318</sup> Vielmehr wird durch die „Unverzüglichkeit“ eine bereits von allen Seiten abgesteckte Pflicht – im Falle des Art. 17 Abs. 1 MAR ist dies die „Bekanntgabe“ – ausschließlich quantitativ konkretisiert, indem einzig der vom Gesetzgeber gewünschte Zeitpunkt ihrer Erfüllung festgelegt wird. Bei dem Merkmal der „Unverzüglichkeit“ geht es daher ausschließlich um das „Wann“ und nicht um das „Wie“ der Bekanntgabe.

<sup>315</sup> So auch aus rechtslinguistischer Sicht *Stahlhacke*, ZERL 2020, 1, Rn. 21, 26 ff., 44 ff.

<sup>316</sup> Vgl. auch GA *Kokott*, SchlA v. 28. 10. 2015, C-263/14, ECLI:EU:C:2015:729, Rn. 100 – Parlament, BeckRS 2015, 81587 zum Begriff der Unverzüglichkeit i. S. d. Art. 218 Abs. 10 AEUV: „Wie insbesondere ein Blick auf andere Sprachfassungen zeigt (Französisch: ‚immédiatement‘, Englisch: ‚immediately‘), zielt die Formulierung [unverzüglich] auf eine sofortige, zumindest aber auf eine schnellstmögliche Unterrichtung des Parlaments ab“.

<sup>317</sup> Wie hier *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 119.

<sup>318</sup> So auch *Kumpfan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 72; *Stahlhacke*, ZERL 2020, 1, Rn. 44.

Die hier vertretene Auslegung hat schließlich zur Folge, dass die Konkretisierung der Bekanntgabe durch den unionsrechtlichen Begriff der „Unverzüglichkeit“ nicht dazu dient, den Grundsatz *ultra posse nemo obligatur* zu wahren.<sup>319</sup> Vielmehr ist dieser Grundsatz einer jeden Vorschrift auch unausgesprochen immanent, unabhängig davon, ob eine Umschreibung als „möglich“ ausdrücklich auftaucht oder nicht. So führte der EuGH den *Ultra-Posse*-Grundsatz im Zusammenhang mit Art. 204 des Zollkodex an, der mit keinem Wort erwähnt, dass dem Normadressaten etwas „möglich“ sein muss.<sup>320</sup> Auch wird der Emittent in Art. 17 Abs. 8 MAR nur zu einer Bekanntgabe verpflichtet, die ihm möglich ist, obwohl der Begriff der Möglichkeit unerwähnt bleibt. Damit einhergehend ist das Möglichkeitselement, wenn es denn begrifflich auftaucht (vgl. Art. 17 Abs. 1, Abs. 7 MAR), nicht technisch im Sinne einer Möglichkeitsvoraussetzung zu verstehen. Vielmehr ist es als Umschreibung der zeitlichen Vorgabe aufzufassen, die der Gesetzgeber durch die sehr ähnlichen Formulierungen in anderen Vorschriften wie Art. 17 Abs. 4 lit. a, Art. 17 Abs. 8 MAR ausgedrückt hat, ohne den Begriff der „Möglichkeit“ zu wählen.<sup>321</sup>

## II. „Unverzüglichkeit“ im Rahmen anderer Vorschriften der MAR

### 1. Unverzügliche Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 7 MAR

Aufschlussreich ist nicht nur, welche sprachlichen Besonderheiten festgestellt werden können, wenn man die Offenlegungsvorschriften der MAR miteinander vergleicht. Vielmehr lohnt es sich auch, den genauen Kontext zu untersuchen, in dem der Begriff der „Unverzüglichkeit“ in den einzelnen Regelungen gebraucht wird.

Art. 17 Abs. 7 MAR verwendet die der „Unverzüglichkeit“ ähnelnde Wendung „so schnell wie möglich“. Wie sich bereits aus dem systematischen Vergleich in § 8 D. I. ergeben hat, wird die in Art. 17 Abs. 7 MAR gewählte Wendung „so schnell wie möglich“ einhellig genauso ausgelegt wie das Erfordernis einer „unverzüglichen“ Offenlegung.<sup>322</sup> Die Formulierungen „unverzüglich“ und „so schnell wie möglich“ sollten nicht zuletzt deshalb identisch verstanden werden, weil Art. 17 Abs. 7 MAR

<sup>319</sup> So aber Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287; dem folgend Gaßner, Ad-Hoc-Publizität, S. 104; zu dem Grundsatz *ultra posse nemo obligatur* vgl. eingehend § 8 F. I.

<sup>320</sup> EuGH, Urt. v. 15. 7. 2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435 – DVS Road, BeckRS 2010, 90894. Hierzu eingehend § 8 F. I. 2.

<sup>321</sup> Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR: „immediate disclosure“ (englisch), „publication immédiate“ (französisch), „la difusión inmediata“ (spanisch), „la comunicazione immediata“ (italienisch), „divulgação imediata“ (portugiesisch), „onmiddellijke openbaarmaking“ (niederländisch) oder „незабавното разкриване“ (bulgarisch); Art. 17 Abs. 8, Art. 19 Abs. 3 MAR: „promptly“ (englisch), „rapidement“ (französisch), „sin demora“ und „de inmediato“ (spanisch), „tempestivamente“ (italienisch), „prontamente“ und „imediatamente“ (portugiesisch), „onverwijld“ (niederländisch) oder „своевременно“ und „бързо“ (bulgarisch).

<sup>322</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 139; Veill/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 162.



nicht einmal als selbstständige Ad-Hoc-Publizitätspflicht, sondern nur als bloßer Verweis auf Art. 17 Abs. 1 MAR angesehen wird.<sup>323</sup> Damit im Einklang steht die englische Sprachfassung, die sowohl in Art. 17 Abs. 1 MAR, als auch in Art. 17 Abs. 7 MAR eine Bekanntgabe fordert, die „as soon as possible“ zu erfolgen hat. Insbesondere erläutern Veil und Brüggemeier in Bezug auf Art. 17 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 7 MAR, dass weder Maßstäbe ersichtlich sind, „anhand derer eine inhaltliche Differenzierung möglich wäre“ noch ein „Grund für einen abweichenden Veröffentlichungszeitraum“ besteht.<sup>324</sup>

Der insoweit zutage tretende Gleichlauf zwischen Art. 17 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 7 MAR ist vor dem Hintergrund zu würdigen, dass Art. 17 Abs. 7 MAR nur solche Fälle erfasst, in denen der Emittent bereits eine Selbstbefreiungsentscheidung getroffen hat und damit über die Insiderinformation verfügt. Wenn Art. 17 Abs. 7 MAR demnach einen Sachverhalt regelt, der das Wissen des Emittenten voraussetzt, und hierbei die Veröffentlichungspflicht durch einen Maßstab konkretisiert, der mit einer „unverzüglichen“ Bekanntgabe i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR gleichzusetzen ist, kann mit der unverzüglichen Bekanntgabe in einem Absatz nicht mehr verlangt sein als in dem anderen. Unterschiedliche Anforderungen würde man aber aufstellen, wenn man den Emittenten unter Rückgriff auf das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichten würde, nach unbekannten Insiderinformationen zu suchen und sie zu organisieren. Denn diese Verhaltensweisen können in Art. 17 Abs. 7 MAR denklogisch nicht adressiert sein.

## 2. Unverzüglichkeit im Rahmen des Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR

Aufschlussreich ist auch die in Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR gewählte Formulierung, der „unverzüglichen Offenlegung“. Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR regelt an sich keine Veröffentlichungspflicht, sondern stellt eine der Voraussetzungen auf, die vorliegen müssen, damit sich der Emittent von der ihm durch Art. 17 Abs. 1 MAR auferlegten Veröffentlichungspflicht befreien kann. Hierzu gehört nach Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR, dass die „unverzügliche Offenlegung“ geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen. Mit der Formulierung „die unverzügliche Offenlegung wäre geeignet“ greift Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR die hypothetische Situation auf, dass der Emittent die relevante Information nach Maßgabe des Art. 17 Abs. 1 MAR „unverzüglich“ veröffentlichen würde. Mit der „unverzüglichen Offenlegung“ i. S. d. Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR ist also die „unverzügliche Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR gemeint. Wenn sich also herausstellen sollte, dass die in Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR gewählte Formulierung die Kenntnis des Emittenten impliziert, spricht dies auch für ein Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR.

<sup>323</sup> Denn es ergibt sich bereits aus der allgemeinen Ad-Hoc-Pflicht, dass eine Veröffentlichung vorzunehmen ist, sobald die Befreiungsgründe wegfallen, vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 299.

<sup>324</sup> Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 162.



Die Formulierung des Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR ist vor dem Hintergrund zu untersuchen, dass es – wie bereits der Wortlaut des Art. 17 Abs. 4 MAR nahelegt – bei der Selbstbefreiung regelmäßig um einen zeitlichen „Aufschub“ der Veröffentlichung und weniger um ihren vollständigen Ausschluss geht.<sup>325</sup> Die Möglichkeit, die Bekanntgabe einer Insiderinformation aufzuschieben, wird dem Emittenten nach Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR nur gewährt, wenn die nach Art. 17 Abs. 1 MAR geforderte „unverzügliche“ Offenlegung seine Geheimhaltungsinteressen beeinträchtigen würde. Es geht also darum, dass eine „unverzügliche“, das heißt zeitnahe, Bekanntgabe die Geheimhaltungsinteressen des Emittenten beeinträchtigen würde, weswegen ihm nach Art. 17 Abs. 4 MAR das Recht gewährt wird, die Insiderinformation erst zu einem späteren Zeitpunkt, das heißt nicht „unverzüglich“, zu veröffentlichen.

Um herauszufinden, welche Verhaltensweisen mit einer „unverzüglichen Offenlegung“ i. S. d. Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR gemeint sein können, lohnt sich ein Blick darauf, durch welche Verhaltensweisen die Geheimhaltungsinteressen des Emittenten überhaupt beeinträchtigt werden. Diese werden nämlich nicht dadurch berührt, dass der Emittent nach einer Insiderinformation sucht oder sie organisiert, sondern dadurch, dass er eine ihm bekannte Insiderinformation an die Öffentlichkeit preisgibt. Daher ist in Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR die hypothetische Situation gemeint, dass der Emittent eine Insiderinformation hat und diese unverzüglich veröffentlicht. Und wenn durch Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR hypothetisch der Fall aufgegriffen wird, dass der Emittent seinen Pflichten aus Art. 17 Abs. 1 MAR nachkommen würde, lässt sich aus Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR herleiten, dass der Gesetzgeber von einem Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR ausgeht. Die in Art. 17 Abs. 1 MAR geforderte „unverzügliche Bekanntgabe“ bezieht sich demnach auf die Zeitspanne zwischen Kenntnis der Information und ihrer Preisgabe an die Öffentlichkeit.

### 3. Unverzüglichkeit im Rahmen des Art. 17 Abs. 8 MAR

Schließlich ist der Emittent nach Art. 17 Abs. 8 MAR dazu verpflichtet, solche Insiderinformationen zu veröffentlichen, die er nach Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR rechtmäßig offengelegt hat. Wie bereits gesehen, folgt aus dem Verweis auf Art. 10 MAR, dass der Emittent nur dann nach Art. 17 Abs. 8 MAR verpflichtet sein kann, wenn er über die infrage stehende Information verfügt.<sup>326</sup> Zudem zeigt die getroffene Differenzierung nach der subjektiven Willensrichtung in „absichtlich“ und „nicht absichtlich“, dass mit der Unverzüglichkeit im Rahmen von Veröffentlichungspflichten des Emittenten nur ein zeitliches Element gemeint sein kann. Denn hat der Emittent die ihm bekannte Insiderinformation im Rahmen des Art. 10 MAR „absichtlich“ offengelegt, hat die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 8 MAR „zeit-

<sup>325</sup> Vgl. Art. 17 Abs. 4 MAR: „kann aufschieben“; *Veil/Brüggermeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 162.

<sup>326</sup> Vgl. § 8 B. I. 5.

gleich“ zu erfolgen. Handelte der Emittent bei der wissentlichen Offenlegung nach Art. 10 MAR hingegen „nicht absichtlich“, ist die Insiderinformation nur „unverzüglich“ bekanntzugeben.

Da Art. 17 Abs. 8 MAR auf Art. 10 MAR verweist, steht fest, dass der Emittent sowohl im Falle einer unverzüglichen als auch bei einer zeitgleichen Veröffentlichung jedenfalls Kenntnis von der Insiderinformation hat. Damit folgt aus der Binnensystematik des Art. 17 Abs. 8 MAR, dass der Gesetzgeber den Begriff der „Unverzüglichkeit“ nicht verwendet, um eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation inhaltlich auszuformen. Die Differenzierung nach der durch „absichtlich“ und „nicht absichtlich“ ausgedrückten Willensrichtung des Emittenten bezieht sich vielmehr auf den Zeitraum, den der Emittent in Anspruch nehmen darf, um zu prüfen, ob das ihm bekannte Ereignis eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darstellt. Handelt er im Rahmen der Weitergabe bereits absichtlich, das heißt hat er die Insiderinformation und weiß obendrein, dass es sich um eine solche handelt,<sup>327</sup> bedarf es einer Bewertungsfrist erst gar nicht. Deswegen hat die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 8 Alt. 1 MAR zeitgleich zu erfolgen. Kennt der Emittent aber nur das Ereignis, dass der Insiderinformation zugrunde liegt, hat es aber noch nicht als solche eingestuft, erfolgt die Offenlegung nach Art. 10 MAR nicht absichtlich i.S.d. Art. 17 Abs. 8 Alt. 1 MAR. Daher gewährt Art. 17 Abs. 8 Alt. 2 MAR dem Emittenten eine Prüfungsfrist, indem er die ihm bekannte Insiderinformation nur unverzüglich veröffentlichen muss.

### III. Bedeutung der „Unverzüglichkeit“ im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR

#### 1. Autonomer Begriff des Unionsrechts

Nachdem das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ in die Systematik der Offenlegungsvorschriften der MAR eingebettet worden ist, soll es nun auch im Zusammenhang mit den inhaltlichen Anforderungen des Art. 17 Abs. 1 MAR beleuchtet werden. Wie sich aus der Gegenüberstellung der unterschiedlichen Sprachfassungen

<sup>327</sup> Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 290; a. A. Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 491 ff.; Klöhn, AG 2016, 423, 430, der „absichtlich“ unter Rekurs auf den Begriff „recklessly“ nach Rule 100(a) Regulation Fair Disclosure als „grob fahrlässig“ auslegt und dadurch Organisationspflichten auch in dieses Merkmal hineinliest. Dagegen spricht aber, dass „recklessly not knowing“ nach den Begrifflichkeiten des *Common Law* als „Kenntnis“ bezeichnet wird, vgl. *Baden v Société Générale* [1993] 1 W.L.R. 509, Rn. 250 (per Gibson J.). Demgegenüber ist die grob fahrlässige Unkenntnis nur eine gesteigerte Form des Wissenmüssens und stellt damit keine Kenntnis dar, vgl. *Compania Maritima San Basilio S.A. v Oceanus Mutual Underwriting Association (The Eurysthenes)* [1977] 1 QB 49, 68 (per Lord Denning): „Negligence in not knowing the truth is not equivalent to knowledge of it“. Konsequenterweise lassen auch *Veil/Brüggermeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 196 eine grobe Fahrlässigkeit für eine „Absicht“ nicht ausreichen; so auch *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 227. Zu den einzelnen Abgrenzungen zwischen Wissenmüssen und Wissen vgl. § 6 C. I.

ergeben hat, ist der Begriff der „Unverzüglichkeit“ im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR unionsrechtlich autonom auszulegen.<sup>328</sup> Auf ein fehlendes schuldhaftes Zögern, wie es etwa in Anlehnung an die Legaldefinition des § 121 Abs. 1 BGB verlangt wird, kann daher nicht abgestellt werden.<sup>329</sup> Mag eine an § 121 Abs. 1 BGB orientierte Auslegung noch infrage gekommen sein, als die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auf nationalem Umsetzungsrecht beruhte,<sup>330</sup> würde man die Gleichrangigkeit aller mitgliedstaatlichen Sprachfassungen untergraben, wenn man eine unionsrechtliche Verordnungsvorschrift unter Verweis auf eine mitgliedstaatliche Regelung interpretieren würde.<sup>331</sup> Ausgangspunkt muss daher der allgemeine Sprachgebrauch in sämtlichen Mitgliedstaaten sein.<sup>332</sup>

Über den bereits aufgezeigten Umstand hinaus, dass mit den verschiedenen Ausdrucksformen der „Unverzüglichkeit“ im Zusammenhang mit den Offenlegungsvorschriften der MAR keine unterschiedlichen Bedeutungen einhergehen,<sup>333</sup> legt auch die Formulierung in Art. 17 Abs. 1 MAR nahe, dass es sich dort ebenfalls nur um eine Zeitangabe handeln kann.<sup>334</sup> Denn die unterschiedlichen Sprachfas-

<sup>328</sup> *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 147; *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 781 f.; *Poelzig*, in: EBJS, Art. 17 Marktmissbrauchs-VO Rn. 17; *K. Roth*, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 267 ff.; *Veil/Brüggermeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 17.

<sup>329</sup> *Gafner*, Ad-Hoc-Publizität, S. 101; *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 72; aufschlussreich *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 121 mit entsprechender Auskunft bei der Generaldirektion der Kommission für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion; *Zimmer/Steinhaeuser*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, §§ 97, 98 WpHG Rn. 41; vgl. auch *Breuer*, Wissen, S. 33, der gleichzeitig aber keine inhaltlichen Unterschiede zu den Anforderungen des § 121 Abs. 1 BGB sieht. Zur a. A., die die „Unverzüglichkeit“ als fehlendes schuldhaftes Zögern versteht vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 42; *Frowein/Berger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 107; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1288; *Klöhn*, AG 2016, 423, 430; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2042.

<sup>330</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 70; *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. (Altauf.), 2012, § 15 Rn. 248; *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 20; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. (Altauf.), 2010, § 15 WpHG Rn. 49. Selbst dies ist zweifelhaft, da auch die „Unverzüglichkeit“ i. S. d. § 15 WpHG a. F. europarechtskonform ausgelegt werden muss, hierzu zutreffend *Thomale*, Der gesplante Emittent, S. 42 f.; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, §§ 37b/c Rn. 193; *K. Roth*, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 268.

<sup>331</sup> *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 72, 84; *Kumpan*, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR Rn. 10; *Thomale*, NZG 2018, 1007, 1009.

<sup>332</sup> EuGH, Urt. v. 5.7.2012, C-49/11, ECLI:EU:C:2012:419, Rn. 32 – Content Services, NJW 2012, 2637; EuGH, Urt. v. 10.3.2005, C-336/03, ECLI:EU:C:2005:150, Rn. 21 – easyCar, NJW 2005, 3055.

<sup>333</sup> Vgl. § 8 D. I.

<sup>334</sup> So auch BGH ZIP 2021, 346, Rn. 263.

sungen des Art. 17 Abs. 1 MAR stellen allesamt auf ein zeitliches Element ab.<sup>335</sup> So heißt es stets, dass der Emittent die Insiderinformation *so schnell* („as soon“ [englisch], „dés que“ [französisch], „tan pronto“ [spanisch], „quanto prima“ [italienisch], „o mais rapidamente“ [portugiesisch], „so snel“ [niederländisch], „при първа“ [bulgarisch]) wie möglich bekanntgeben muss und eben nicht *soweit* möglich. Die letztgenannte Interpretation des generell und nicht bloß zeitlich Möglichen legt aber zugrunde, wer den Emittenten zu sämtlichen Verhaltensweisen verpflichten will, die ihm möglich sind.<sup>336</sup>

Während sich bereits aus den bisherigen Ausführungen ergeben hat, dass in sämtlichen sprachlichen Versionen des Art. 17 Abs. 1 MAR ein „schuldhaftes Zögern“ nicht einmal ansatzweise anklingt, soll an dieser Stelle zusätzlich demonstriert werden, wie der europäische Gesetzgeber ein „fehlendes schuldhaftes Zögern“ ausdrücken würde, wenn er es in einen Tatbestand aufnehmen wollte. Hierzu bietet es sich etwa an, die Regelung des Art. 16 DSGVO zu untersuchen, wobei vorliegend der Fokus ausschließlich darauf gelegt werden soll, wie der Begriff der „Unverzüglichkeit“ zu verstehen ist. Nach Art. 16 DSGVO hat eine betroffene Person das Recht, von dem Verantwortlichen „unverzüglich“ die Berichtigung sie betreffender unrichtiger personenbezogener Daten zu verlangen.

In den vorliegend betrachteten Sprachfassungen heißt es in Art. 16 DSGVO „without undue delay“ (englisch), „dans les meilleurs délais“ (französisch), „sin dilación indebida“ (spanisch), „senza ingiustificato ritardo“ (italienisch), „sem demora injustificada“ (portugiesisch), „onverwijld“ (niederländisch), „без ненужно забавяне“ (bulgarisch). Richtig ist zwar, dass die niederländische Sprachfassung mit „onverwijld“ denselben Begriff verwendet, wie er auch in Art. 17 Abs. 8 MAR auftaucht, und sich in der französischen Version die Formulierung „dans les meilleurs délais“ wiederfinden lässt, die ebenfalls als bloße Zeitangabe verstanden wird. Jedoch stellen alle anderen hier betrachteten Sprachfassungen auf eine Verspätung ab, die nicht mehr im Rahmen des Angemessenen („undue“), Schuldlosen („indebida“), Gerechtfertigten („ingiustificato“, „injustificada“) oder Erforderlichen („без ненужно“) liegt.<sup>337</sup> Dadurch kommt zum Ausdruck, dass der Unionsgesetzgeber – wenn überhaupt – mit dem Unverzüglichkeitsbegriff des Art. 16 DSGVO das Pflichtenprogramm des Normadressaten qualitativ ausformen will.<sup>338</sup> Gleiches kann aber nicht von dem Merkmal der „Unverzüglichkeit“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR behauptet werden, da dort und in allen anderen Veröffentlichungspflichten der MAR

<sup>335</sup> So auch *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 50 f.; *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2980; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 258.

<sup>336</sup> So etwa ausdrücklich *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 305; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 15, 17; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 122 f.

<sup>337</sup> Vgl. auch den Befund bei *Stahlhacke*, ZERL 2020, 1, Rn. 39.

<sup>338</sup> Dafür, dass die „Unverzüglichkeit“ i. S. d. Art. 16 DSGVO unter Rückgriff auf die anderen Sprachfassungen zumindest ähnlich wie in § 121 Abs. 1 BGB auszulegen ist, vgl. auch *Worms*, in: BeckOK-Datenschutzrecht, Art. 16 DSGVO Rn. 64.

in keiner Sprachfassung Elemente eines angemessenen, schuldlosen, gerechtfertigten oder erforderlichen Verhaltens erblickt werden können.

Dass der Unionsgesetzgeber Zeitangaben und Sorgfaltspflichten voneinander unterscheidet, zeigt sich insbesondere, wenn man auch andere Vorschriften der DSGVO betrachtet. So wird die „Unverzüglichkeit“ i. S. d. Art. 12 Abs. 3, Art. 17, Art. 33 Abs. 1, Abs. 2 und in Art. 34 Abs. 1 DSGVO in der englischen Sprachfassung – wie in Art. 16 DSGVO – mit „without undue delay“ übersetzt. Dagegen finden sich auch Vorschriften, die bloß von „without delay“ (Art. 5 Nr. 1 lit. d DSGVO)<sup>339</sup> oder „immediately“ (Art. 28 Abs. 3 UAbs. 2 DSGVO)<sup>340</sup> sprechen. Insbesondere Art. 65 Abs. 1 DSGVO zeigt, dass es sich hierbei nicht um ein bloßes Redaktionsversehen handelt: Der Gesetzgeber spricht in Art. 65 Abs. 5 Satz 1 DSGVO von „without undue delay“<sup>341</sup> und in dem unmittelbar folgenden Art. 65 Abs. 5 Satz 2 DSGVO von „without delay“<sup>342</sup>. Daher scheint der Begriff „undue“ und die hierfür in den anderen Sprachfassungen verwendeten Begriffe doch entscheidend zu sein, wenn es um die sprachliche Umschreibung einer Pflicht geht.<sup>343</sup> Indem die deutsche Sprachfassung dagegen stets den Begriff der „Unverzüglichkeit“ wählt – so auch etwa die niederländische Sprachfassung, die stets von „onverwijld“ spricht – differenziert sie nicht hinreichend zwischen bloßen Zeitangaben und Sorgfaltsmaßstäben.<sup>344</sup> Somit ist es auch vor diesem Hintergrund ein dünnes Begründungsmuster, unter Verweis auf die „Unverzüglichkeit“ in Art. 17 Abs. 1 MAR eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation herzuleiten, zumal sie nach den anderen Sprachfassungen des Art. 17 Abs. 1 MAR fernliegend erscheint.

## 2. Keine Ausweitung auf ein Wissenmüssen

Unter Würdigung der unterschiedlichen Sprachfassungen der MAR erfahren die Ansichten, die von dem Emittenten verlangen, Insiderinformationen aufzufinden und zu organisieren und dabei den Maßstab der groben<sup>345</sup> bzw. einfachen<sup>346</sup> Fahrlässigkeit

<sup>339</sup> „sans tarder“ (französisch), „sin dilación“ (spanisch), „tempestivamente“ (italienisch), „sem demora“ (portugiesisch), „onverwijld“ (niederländisch), „своевременното“ (bulgarisch).

<sup>340</sup> „immédiatement“ (französisch), „inmediatamente“ (spanisch), „immediatamente“ (italienisch), „immediatamente“ (portugiesisch), „onmiddellijk“ (niederländisch), „незабавно“ (bulgarisch).

<sup>341</sup> „dans les meilleurs délais“ (französisch), „sin dilación“ (spanisch), „senza ingiustificato ritardo“ (italienisch), „sem demora injustificada“ (portugiesisch), „onverwijld“ (niederländisch), „без нужно забавяне“ (bulgarisch).

<sup>342</sup> „sans tarder“ (französisch), „sin demora“ (spanisch), „senza ritardo“ (italienisch), „immediatamente“ (portugiesisch), „onverwijld“ (niederländisch), „без забавяне“ (bulgarisch).

<sup>343</sup> S. auch *Bekriisky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 34 VO (EU) 596/2014 Rn. 24.

<sup>344</sup> Zur unpräzisen Verwendung des Begriffs der Unverzüglichkeit im Unionsrecht vgl. auch *Stahlhacke*, ZERL 2020, 1, Rn. 69.

<sup>345</sup> *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 328; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555.

<sup>346</sup> *Sajnovits*, WM 2016, 765 ff.

anlegen, keine Stütze im Gesetzeswortlaut. Ganz im Gegenteil beinhaltet Art. 17 Abs. 1 MAR nicht nur kein Verschuldenselement,<sup>347</sup> sondern stellt sogar ausdrücklich auf die Möglichkeit ab (*possible*).<sup>348</sup> Kein anderes Ergebnis kann dadurch erzielt werden, dass die „Unverzüglichkeit“ als fehlendes schuldhaftes Zögern definiert, gleichzeitig aber darauf hingewiesen wird, es handele sich in dogmatischer Hinsicht nicht um ein Verschuldenselement, sondern um eine Konkretisierung des Pflichteninhalts.<sup>349</sup> Diese Aussage führt nämlich zu dem eigenartigen Ergebnis, dass in Art. 17 Abs. 1 MAR Organisationspflichten hineininterpretiert werden, bei denen es „bei Lichte betrachtet, nicht um Fragen des Wissens, sondern des *Wissenmüssens* geht“.<sup>350</sup> Ein Wissenmüssen kommt im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR aber einem Verschuldenselement gleich, da die Frage gestellt werden müsste, ob der Emittent eine Insiderinformation nicht veröffentlicht hat, weil er sie fahrlässig nicht beschafft hat.<sup>351</sup> So thematisiert Klöhn etwa, ob dem Emittenten ein „Fahrlässigkeitsvorwurf“ gemacht werden kann, wenn er bestimmte Insiderinformationen nicht beschafft hat.<sup>352</sup> Ungeachtet des Widerspruchs mit dem unionsrechtlichen Wortlaut (*possible*), wäre es befremdlich, wenn der Gesetzgeber bei der „Unverzüglichkeit“ im Ausgangspunkt nicht von einem Verschuldenselement ausgeht, um über den Umweg von Organisationspflichten zu einem Wissenmüssen zu gelangen, worunter wiederum die fahrlässige, das heißt schuldhaft, Unkenntnis verstanden wird.

Im Hinblick darauf, dass Art. 17 Abs. 1 MAR kein Verschuldenselement aufweist, besteht auch Einigkeit darüber, dass ein Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR jedenfalls dann vorliegt, wenn der Emittent über eine Insiderinformation verfügt, er diese aber nicht rechtzeitig und korrekt bekanntgegeben hat, obwohl ihm dies möglich gewesen wäre. Ob der Emittent insoweit fahrlässig handelt, spielt im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR keine Rolle.<sup>353</sup> Daher gibt es keinen Grund, warum es auf ein Verschulden in Form eines fahrlässigkeitsbegründenden Wissenmüssens

<sup>347</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 65.

<sup>348</sup> Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR Rn. 10.

<sup>349</sup> So aber Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105, 107; Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287; kritisch hierzu bereits Thomale, Der gespaltene Emittent, S. 42 f. mit Fn. 64.

<sup>350</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 115, 118 (Hervorhebung im Text).

<sup>351</sup> S. bereits § 6 C. I. Vgl. zu diesem Verständnis aus dem englischen Recht etwa *White (A.P.) v White and The Motor Insurers Bureau* [2001] 2 C. M. L. R. 1, Rn. 55 (per Hobhouse LJ): „Can the expression „ought to have known“ be construed so as to exclude negligence? In my opinion, it cannot. [...] The expression „ought to have known“ is a very common one in our law. It is used time and time again in a great variety of factual situations and legal claims. I do not think it is in the least ambiguous. It is always, in my experience, taken to connote negligence“. Für ein solches Verständnis auch im Unionsrecht Gerner-Beuerle, in: Lehmann/Kumpan, Financial Services Law, Art. 12 MAR Rn. 13; Poelzig, ZGR 2015, 801, 835 f.; Schmolke, in: Klöhn, MAR, Art. 12 Rn. 269 mit Fn. 566; Schmolke, AG 2016, 434, 443; Veil, ZGR 2016, 305, 310 f.

<sup>352</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 121.

<sup>353</sup> Dies ist vielmehr für die Haftungsnormen relevant, die an Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfen, wie etwa § 97 WpHG und § 120 Abs. 15 WpHG.

ankommen sollte, wenn der Emittent noch nicht über die Insiderinformation verfügt. Dieser Widerspruch wird umso deutlicher, als der Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR von einer „unverzüglichen Bekanntgabe“ spricht. Würde man in die „Bekanntgabe“ sowohl die Pflicht zur Informationssuche und -organisation, als auch die Pflicht zur Informationsveröffentlichung hineinlesen,<sup>354</sup> müsste sich ein Fahrlässigkeitselement, das sich unter Rückgriff auf die „Unverzüglichkeit“ ergeben soll, konsequent auch auf alle Aspekte der Bekanntgabepflicht beziehen. Da Art. 17 Abs. 1 MAR aber nicht danach fragt, ob eine etwaig unkorrekte oder verspätete Veröffentlichung fahrlässig erfolgt ist, kann auch die Informationssuche und -organisation nicht an dem Kriterium der Fahrlässigkeit gemessen werden.

### 3. Keine Ausweitung auf ein Wissenkönnen

Aus den vorangegangenen Überlegungen kristallisiert sich allmählich heraus, dass es im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR überhaupt nicht um die Frage des Wissenmüssens gehen kann. Wenn der Emittent relevante Insiderinformationen „so bald wie möglich bekanntzugeben“ hat („shall inform the public as soon as possible“), kann es vielmehr nur darauf ankommen, ob der Emittent eine Insiderinformation veröffentlichen kann. Maßgeblich ist also nicht die Frage nach einem Wissenmüssen, sondern die Frage nach einem Veröffentlichenkönnen.<sup>355</sup>

Während ein kognitives Element in der Anforderung des Veröffentlichenkönnens noch nicht unmittelbar auftaucht, steht zumindest fest, dass das Merkmal des Veröffentlichenkönnens nicht mit der Voraussetzung des Wissenmüssens ausgefüllt werden darf. Hierdurch würde nämlich ein Möglichkeitselement mit einer Spielart des Verschuldens vermengt,<sup>356</sup> das nach dem Willen der Ordnungsgebers gerade kein Bestandteil des Art. 17 Abs. 1 MAR sein soll. Mit Ausschluss des Wissenmüssens verdichtet sich die Frage somit auf nur noch zwei in Betracht kommende Varianten: Zum einen lässt sich in das Veröffentlichenkönnen ein Wissenserfordernis mit der Begründung hineinlesen, dass es andernfalls nicht möglich ist, die Information zu veröffentlichen.<sup>357</sup> Zum anderen könnte aber auch angenommen werden, dass das Veröffentlichenkönnen gleichzeitig auch das Wissenkönnen mitenthalt. Denn wenn man mit einer Veröffentlichung von Insiderinformationen auch ihre Beschaffung und Organisation verbindet, ließe sich annehmen, dass der Emittent –

<sup>354</sup> So ausdrücklich *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 119, 129.

<sup>355</sup> Anders *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 17, die die Möglichkeit zur Veröffentlichung mit dem Verschuldenskriterium der Fahrlässigkeit ausfüllen.

<sup>356</sup> Zu dem Unterschied zwischen Möglichkeit und Verschulden vgl. § 6 C. I. 4.

<sup>357</sup> So etwa *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbart, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 34, 50 f.; *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385 f. unter Verweis auf den *Ultra-Posse*-Grundsatz.



soweit es ihm möglich ist – Insiderinformationen zu beschaffen und zu organisieren hat, um sich dadurch in die Lage zu versetzen, diese bekanntzugeben.<sup>358</sup>

Durchgreifenden Bedenken begegnet die letztgenannte Variante, das Veröffentlichenkönnen auf ein Wissenkönnen zu erstrecken, jedoch vor dem Hintergrund, dass das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ („so bald wie möglich“) dann nicht mehr dazu taugen würde, den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR sinnvoll zu begrenzen.<sup>359</sup> Richtig ist zwar, dass Vertreter einer Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation darauf Rücksicht nehmen, dass der Emittent eine Insiderinformation nur zu einem Zeitpunkt veröffentlichen muss, zu dem es ihm möglich ist, die Insiderinformation aufzufinden. Jedoch ist insoweit nicht mehr sichergestellt, dass der Emittent Informationen sucht und organisiert, hinsichtlich derer er als sog. *cheapest cost information seeker* einzustufen ist.<sup>360</sup> Die bloße Möglichkeit, von einer Information zu erfahren, grenzt den Fundus der infrage kommenden Quellen ausschließlich im Hinblick darauf ein, zur Aufnahme welcher Information der Emittent überhaupt in der Lage ist. Es handelt sich lediglich um die Frage, ob ein Unternehmen an bestimmte Informationen gelangen kann. Daraus kann aber noch nicht gefolgert werden, auf welche Weise und mit welchen Kosten, eine mögliche Informationssuche wahrgenommen wird. Daher wird durch die bloße Möglichkeit, eine Information erlangen zu können, nicht der Kostenvorteil des Emittenten ausgedrückt, der zur Begründung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht stets verlangt wird.<sup>361</sup>

Auch würde die Inpflichtnahme des Emittenten hinsichtlich solcher Insiderinformationen, die er nur beschaffen und organisieren kann, vor dem Hintergrund der aufsichts- und zivilrechtlichen Konsequenzen zu einem Kostenniveau aufseiten des Emittenten führen, dem kein zumindest gleichwertiger gesamtgesellschaftlicher Mehrwert gegenübersteht. Denn der Emittent wird im Falle einer Pflicht zur Informationssuche und -organisation so lange Aufwand in eine Beschaffung all solcher Informationen investieren, die er auch nur in irgendeiner Weise auffinden kann, bis die Wahrscheinlichkeit der drohenden Nachteile einer Haftung so weit abgesunken ist, dass sich zusätzlicher Aufwand nicht mehr lohnt.<sup>362</sup> Da sowohl die aufsichtsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen als auch die zivilrechtliche Schadenersatzhaftung nach dem Willen des Ordnungsgebers als *strict liability* ausgestaltet sein können,<sup>363</sup> ist die Haftungserwartung des Emittenten lediglich durch die

<sup>358</sup> So *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87 ff., 107 ff., 117 ff.; *Neumann*, Wissenszurechnung, S. 122 f.

<sup>359</sup> Diese Forderung aufstellend *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 108: „Das Merkmal „unverzüglich“ begrenzt die Ad-Hoc-Publizitätspflicht „auf Emittentenebene““ (Hervorhebung im Text).

<sup>360</sup> Zur Bedeutung im Rahmen der Ad-Hoc-Publizitätspflicht vgl. § 4 C. II. 7. Zum Zusammenhang mit der „Unverzüglichkeit“ vgl. *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 109.

<sup>361</sup> Vgl. etwa *H. Brinckmann*, in: Veil, European Capital Markets Law, § 16 Rn. 23; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 10 f.; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 379 f.

<sup>362</sup> Vgl. § 4 B. I. 5; § 5 B. III., C.

<sup>363</sup> Str. in Bezug auf aufsichtsrechtliche Sanktionen, vgl. § 5 B. III., C.



Möglichkeit gedeckelt, Insiderinformationen zu beschaffen. Können demnach in jedem Moment neue beschaffbare Insiderinformationen entstehen, ist zusätzlich investierter Aufwand nur in geringem Maße geeignet, die Wahrscheinlichkeit einer Haftung zu senken. Daher wird es in einer solchen Konstellation für den Emittenten praktisch immer lohnenswert erscheinen, in die Suche und Organisation zu investieren, ohne dass sich das Potential des investierten Aufwands jemals in einer geringeren Haftungswahrscheinlichkeit niederschlägt. Es entsteht also unlimitierter Aufwand, der den Emittenten dazu zwingen kann, den Kapitalmarkt zu verlassen. Da zusätzlicher Aufwand aus Sicht des Emittenten immer lohnenswert erscheinen wird, kommt es auch dazu, dass diesem Aufwand kein gleichwertiger gesamtgesellschaftlicher Mehrwert gegenübersteht: Ab einer gewissen Menge an Informationen – sollten diese überhaupt aufgefunden werden und sich als Insiderinformationen herausstellen – werden keine zusätzlichen Vorteile generiert.<sup>364</sup>

Daher ist an der Auslegung festzuhalten, die für ein Veröffentlichenkönnen die Kenntnis des Emittenten voraussetzt. Denn insoweit taugt einzig die Voraussetzung des Wissens dazu, die Pflichten des Emittenten derart zu beschränken, dass man sowohl dem Merkmal der „Unverzüglichkeit“ als auch den an Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfenden Rechtsfolgen gerecht wird. Eine solche Auslegung entspricht schließlich dem rechtslinguistischen Befund, dass der Begriff der Unverzüglichkeit in unionsrechtlichen Regelungskontexten ganz überwiegend dazu eingesetzt wird, um eine Informationsübertragung bereits vorhandenen Wissens zu umschreiben.<sup>365</sup>

#### IV. Aussagen der BaFin zur Unverzüglichkeit

In dem Lichte der vorangegangenen Untersuchung sind die Aussagen der BaFin zu beurteilen, die sich auf das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ beziehen. Die BaFin hält im Zusammenhang mit Art. 17 Abs. 1 MAR an ihrer bereits zu § 15 WpHG a.F. vertretenen Interpretation einer „unverzüglichen“ Bekanntgabe fest, indem sie ein fehlendes schuldhaftes Zögern des Emittenten fordert.<sup>366</sup> Hierfür verlangt sie, dass der Emittent alle erforderlichen und zumutbaren organisatorischen Maßnahmen und Vorkehrungen trifft, um dem Unverzüglichkeitsgebot des Art. 17 Abs. 1 MAR Rechnung zu tragen. Hierzu gehöre nicht nur, potentielle Insiderinformationen so schnell wie möglich zu identifizieren und auf eine Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu prüfen, sondern auch bei vorhersehbaren Insiderinformationen Vorarbeiten zu leisten, die eine zeitliche Verzögerung weitestgehend vermeiden.

Um nachzuvollziehen, was unter den Aussagen der BaFin zu verstehen ist, ist zu untersuchen, was überhaupt mit dem Begriff einer „vorhersehbaren Insiderinfor-

<sup>364</sup> Vgl. § 4 B. II. 3.

<sup>365</sup> Vgl. *Stahlhacke*, ZERL 2020, 1, Rn. 42.

<sup>366</sup> Vgl. hierzu und zum Folgenden BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 42 f.

mation“ gemeint sein kann. Hierunter können zunächst Insiderinformationen verstanden werden, die noch nicht existieren, dem Emittenten aber automatisch in dem Zeitpunkt bekannt werden, in dem sie entstehen. Dazu gehören etwa alle Konstellationen, die die BaFin in der vierten Auflage des Emittentenleitfadens als Beispiele für veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen aufzählt<sup>367</sup> und fast alle Fälle, die in der fünften Auflage des Emittentenleitfadens als Beispiele für Insiderinformationen aufgeführt sind.<sup>368</sup> So kann etwa ein kursrelevanter Zwischenschritt im Rahmen einer M&A-Transaktion (etwa eine Due-Diligence) zu einem Zeitpunkt vorhersehbar sein, in dem er sich noch nicht ereignet hat. Sobald er sich aber ereignet, hat der Emittent hiervon gleichzeitig auch Kenntnis. In solchen Fällen bezieht sich die Vorhersehbarkeit konsequenterweise darauf, dass die Insiderinformation entsteht. Diese Konstellation bietet sich nur in geringem Maße an, das Kenntniserfordernis des Emittenten zu untersuchen, da er im Entstehungszeitpunkt zugleich von der Insiderinformation weiß.<sup>369</sup>

Darüber hinaus lassen sich unter vorhersehbaren Insiderinformationen auch solche Umstände verstehen, die bereits eingetreten, dem Emittenten aber noch nicht bekannt sind. Dazu gehört etwa die Entscheidung eines Bieters, ein Übernahmeangebot vorbehaltlich der Zustimmung des eigenen Aufsichtsrats abzugeben,<sup>370</sup> sofern die Entscheidung für den Emittenten vorhersehbar ist. Ist die Insiderinformation bereits entstanden, kann sich die Vorhersehbarkeit nur darauf beziehen, dass die Insiderinformation das Unternehmen erreicht. In diesem Zusammenhang sind im Ausgangspunkt zwei verschiedene Möglichkeiten denkbar, wie die Pflichten des Emittenten ausgestaltet sein könnten. Zum einen kann man von dem Emittenten verlangen, dass er nach der bereits entstandenen Insiderinformation sucht und sie organisiert. Andererseits können die Pflichten des Emittenten auf Maßnahmen begrenzt werden, die eine schnelle Veröffentlichung erlauben, falls die Information an ihn tritt, ohne aber darauf gerichtet zu sein, die Information eigenständig zu beschaffen und zu organisieren. Welche der beiden Varianten mit dem übereinstimmt, was die BaFin von dem Emittenten verlangt, zeigt sich an ihren weiteren Aussagen, die sie im Hinblick auf das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ trifft.

So präzisiert die BaFin in ihren Ausführungen zu vorhersehbaren Insiderinformationen ausschließlich „Vorarbeiten“ wie etwa die Fertigung von Entwürfen einer Ad-Hoc-Mitteilung, die rechtzeitige Einberufung von Ad-Hoc-Gremien, die Kontrolle der Funktionsfähigkeit der für die Veröffentlichung genutzten Systeme oder den ausreichenden Einsatz von in der Veröffentlichung geschultem Personal. Diese Vorkehrungen sind allesamt darauf gerichtet, eine schnellstmögliche Veröffentli-

<sup>367</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altaufl.), 2009/2013, S. 53. Vgl. hierzu bereits § 8 C. I. 2.

<sup>368</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 42. Vgl. hierzu bereits § 8 C. I. 2.

<sup>369</sup> Vgl. zu diesen Bedenken bereits § 8 C. II.

<sup>370</sup> Beispiel nach *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 384 mit Fn. 13 mit weiteren Beispielen.

chung für den Fall sicherzustellen, dass den Emittenten eine Insiderinformation erreicht. Dagegen verlangt die BaFin in diesem Zusammenhang keine Verhaltensweisen des Emittenten, die darauf gerichtet sind, nach Insiderinformationen zu suchen oder sie zu organisieren. Dies zeigt sich insbesondere dadurch, dass die BaFin dieselben Vorkehrungen vorschreibt, wenn es darum geht, solche Insiderinformationen bekanntzugeben, deren Veröffentlichung der Emittent zuvor aufgeschoben hatte.<sup>371</sup> Denn wenn der Emittent die Veröffentlichung einer Insiderinformation bereits aufgeschoben hat, hat er von ihr Kenntnis.

Der Unterschied zwischen einer Pflicht zu Vorarbeiten, die dafür sorgen, dass eine Information schnellstmöglich veröffentlicht werden kann, und einer Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation manifestiert sich vor allem in der Rechtsfolge. Die BaFin beschränkt den Pflichtenkatalog des Emittenten auf bloße Vorarbeiten, die ihren Zweck nur dann erreichen können, wenn es dazu kommt, dass der Emittent über die Insiderinformation verfügt. Daher verletzt ein Unternehmen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur, wenn es von einer vorhersehbaren Insiderinformation tatsächlich Kenntnis erlangt und die Information aufgrund unzureichender Vorarbeiten zu spät oder überhaupt nicht bekannt gibt. Erreicht die vorhersehbare Insiderinformation den Emittenten hingegen nicht, so liegt kein Verstoß gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht vor, da sich die Vorarbeiten nicht darauf erstrecken, dafür zu sorgen, dass die Information an den Emittenten gelangt. Ginge man hingegen von einer Pflicht des Emittenten zur Informationsbeschaffung und -organisation aus, würde er bereits dadurch gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstoßen, dass er eine Information nicht im Rahmen des Möglichen aufgefunden und organisiert hat. Dass die BaFin von einer solchen Pflicht aber nicht ausgeht, zeigt sich daran, dass sie die Pflichten der Emittenten selbst bei vorhersehbaren Insiderinformationen nur auf solche begrenzt, die nur dann Wirkung entfalten, wenn der Emittent die relevante Information erhält.

Diese Interpretation bestätigt sich schließlich dadurch, dass der Emittent nur verpflichtet sein soll, „unklare Sachverhalte *weiter* aufzuklären“ und mögliche Auswirkungen eines Ereignisses sorgfältig daraufhin zu prüfen, ob ein veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt.<sup>372</sup> Hieraus wird deutlich, dass Sachverhalte nicht neu erkundet, sondern ausschließlich dem Unternehmen bereits bekannte Umstände auf ihre Eigenschaft als Insiderinformationen geprüft werden müssen. Dazu kann es unter anderem erforderlich sein, das Gesamtbild der hierbei einfließenden Aspekte zu vervollständigen. Voraussetzung ist aber stets, dass dem Emittenten eine Konstellation zumindest insoweit bekannt ist, dass er vernünftigerweise von der Möglichkeit ausgehen muss, die partiell bekannte Situation könnte sich infolge ihrer weiteren Aufklärung als Insiderinformation entpuppen.

<sup>371</sup> Retsch, NZG 2016, 1201, 1205.

<sup>372</sup> BaFin, Konsultationspapier, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 42 (Hervorhebung durch Verf.).

## E. Verhältnis zur „unmittelbaren Betroffenheit“

### I. Binnensystematischer Regelungsvergleich

#### 1. Kenntniserfordernis trotz „unmittelbarer Betroffenheit“

Das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ ist nicht der einzige Anknüpfungspunkt im Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR, der dafür herangezogen wird, um über ein Wissenserfordernis im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität zu entscheiden. Auffassungen, die davon ausgehen, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht unabhängig davon entsteht, ob der Emittent von einer Insiderinformation weiß, stellen zudem auf das Tatbestandsmerkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ ab, durch das die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auf das erforderliche Maß beschränkt werde.<sup>373</sup> Während das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ die Ad-Hoc-Publizitätspflicht „auf Emittentenebene“ begrenze, Sorge die Voraussetzung der „unmittelbaren Betroffenheit“ nämlich dafür, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht „auf Informationsebene“ eingeschränkt werde.<sup>374</sup>

Inwieweit diese Aussage zutrifft, kann zunächst anhand der Struktur von Vorschriften untersucht werden, die die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten in anderen als der unionalen Rechtsordnung regeln. Hinzuweisen ist hierbei darauf, dass Art. 17 Abs. 1 MAR vorliegend nicht deshalb mit den Regelungen eines Drittstaates verglichen werden soll, um das mit einer Ad-Hoc-Publizität verbundene Pflichtenprogramm eines Drittstaates auf Art. 17 Abs. 1 MAR zu übertragen.<sup>375</sup> Vielmehr soll aufgezeigt werden, welche Bedeutung ein Gesetzgeber einzelnen Tatbestandsmerkmalen beimisst, wenn er die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten entwirft. Denn sollte die Voraussetzung der „unmittelbaren Betroffenheit“ tatsächlich dazu ausreichen, um den Pflichtenkatalog des Emittenten auf ein sinnvolles Maß zu begrenzen, dürfte sich in anderen Rechtsordnungen keine Regelung finden, die neben der Anforderung der „unmittelbaren Betroffenheit“ auch noch die Kenntnis des Emittenten voraussetzt.

Jedoch ist genau das Gegenteil der Fall: Nach dem bereits in anderem Zusammenhang betrachteten Art. 53 KR<sup>376</sup> hat der Emittent den Markt über kursrelevante Tatsachen zu informieren, die „in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind“, wobei die Pflicht ausdrücklich erst dann entsteht, „sobald er von der Tatsache Kenntnis hat“. Beachtlich ist zudem, dass der „Tätigkeitsbereich des Emittenten“ sogar nur einen Teilausschnitt dessen darstellt, was das Merkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR zu erfassen in der Lage ist. Denn Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen, können sowohl innerhalb als

<sup>373</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 65 ff.; dem folgend Neumann, Wissenszurechnung, S. 125 ff.

<sup>374</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 108.

<sup>375</sup> Ganz im Gegenteil wäre eine solche Übertragung sogar bedenklich, vgl. § 6 B. III.

<sup>376</sup> Kotierungsreglement (Schweiz).

auch außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten entstehen.<sup>377</sup> Daher hätte es nach der Logik von Vertretern einer Informationsbeschaffungspflicht in Art. 53 KR erst recht keiner Kenntnisvoraussetzung bedurft, da der Tatbestand des Art. 53 KR bereits dadurch ausreichend begrenzt wäre, dass nur solche Insiderinformationen veröffentlichungspflichtig sind, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten entstehen. Dass der schweizerische Gesetzgeber die Ad-Hoc-Publizitätspflicht dennoch erst entstehen lassen will, wenn der Emittent von der kursrelevanten Information weiß, zeigt, dass er die Beschränkung auf den Tätigkeitsbereich für sich allein stehend nicht für ausreichend hält, um den Pflichtenkanon des Emittenten zu bestimmen.

Auch Section 703 des Rulebook of Singapore Exchange (RB-SGX) sieht eine Veröffentlichungspflicht nur bei Kenntnis des Emittenten vor, wobei auch in diesem Fall die Palette bekanntgabepflichtiger Informationen dadurch eingegrenzt wird, dass sie den Emittenten „betreffen“ („concerning“). Da das RB-SGX nicht zwischen unmittelbarer und mittelbarer Betroffenheit unterscheidet, spricht viel dafür, dass das „Betreffen“ in Section 703 RB-SGX funktional der „unmittelbaren Betroffenheit“ des Art. 17 Abs. 1 MAR entspricht. Dies bestätigt sich letztlich dadurch, dass die in Appendix 7.1 zur Corporate Disclosure Policy enthaltenen Beispiele für veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen denen der CESR und der BaFin gleichen.<sup>378</sup>

## 2. Kontext der jeweiligen Vorschriften

Der Folgerung, dass das Tatbestandsmerkmal der unmittelbaren Betroffenheit für sich allein noch nicht ausreichend ist, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten hinreichend zu beschränken, könnte entgegenhalten werden, dass auch im Falle des Art. 17 Abs. 1 MAR erst die Kombination aus „unmittelbarer Betroffenheit“ und „Unverzüglichkeit“ dafür sorgt, dass die Pflicht des Emittenten auf ein sinnvolles Maß begrenzt wird.<sup>379</sup> Fehlt es also in der Regelung eines Drittstaates an einer der beiden Komponenten, könnte hieraus erklärt werden, warum es dort erforderlich war, die Kenntnis des Emittenten vorauszusetzen und in Art. 17 Abs. 1 MAR von einem Wissenserfordernis abzusehen. So könnte angenommen werden, dass Art. 53 KR und Section 703 RB-SGX nur deshalb nicht durch das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ eingeschränkt werden, weil bereits die Kenntnis des Emittenten vorausgesetzt wird. Umgekehrt beinhaltet etwa Section 307B des Securities and Futures Ordinance (SFO) in Hong Kong zwar das Unverzücklichkeitskriterium („as soon as reasonably practicable“) und auch das Kenntniserfordernis („after any inside information has come to the knowledge of the listed company“), dafür aber nicht ausdrücklich die Voraussetzung einer unmittelbaren Betroffenheit. Vertreter einer Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation würden hieraus folgern, dass

<sup>377</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 36 ff., 40 ff.; Buck-Heeb, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 77.

<sup>378</sup> Vgl. Appendix 7.1 RB-SGX, Rn. 8.

<sup>379</sup> Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 108 f.

der Gesetzgeber in diesen Vorschriften bewusst entweder auf die „Unverzüglichkeit“ oder auf die „unmittelbare Betroffenheit“ verzichtet hat, da er die Ad-Hoc-Publizität ausdrücklich an die Kenntnis knüpft und dadurch die Anforderungen an den Emittenten sinnvoll eingrenzt. In Art. 17 Abs. 1 MAR finden sich hingegen sowohl die „Unverzüglichkeit“ als auch die „unmittelbare Betroffenheit“, sodass nach diesen Stimmen ein Kenntniserfordernis nicht erforderlich ist.

Jedoch liegt es nahe, dass die Merkmale der „Unverzüglichkeit“ und der „unmittelbaren Betroffenheit“ in den aufgeführten Regelungen der Drittstaaten zwar nicht im Wege explizit geschriebenen Rechts, sondern mithilfe der Auslegung gewonnen werden. So ist schwer vorstellbar, dass ein Emittent, der Art. 53 KR oder Section 703 RB-SGX unterliegt, keine Zeitspanne haben soll, um ein Ereignis auf dessen Insiderrelevanz prüfen zu können. Daher wird eine Zeitspanne, die im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR mit dem Begriff der „Unverzüglichkeit“ ausgedrückt wird, ebenfalls in Art. 53 KR und in Section 703 RB-SGX hineinzulesen sein.<sup>380</sup> Auch in Hong Kong mag der hinreichende Konnex zwischen Emittent und Insiderinformation, der in Art. 17 Abs. 1 MAR durch die „unmittelbare Betroffenheit“ umschrieben wird, bereits auf Ebene der Definition der Insiderinformation selbst gewonnen werden, indem die Voraussetzung „is about“ in Section 245 SFO entsprechend eng ausgelegt wird. So rührt die Anforderung der „unmittelbaren Betroffenheit“ in Art. 17 Abs. 1 MAR ebenfalls nur daher, dass sich der Verordnungsgeber für einen einheitlich weiten Begriff der Insiderinformation entschieden hat,<sup>381</sup> während die Insiderinformation in Hong Kong enger verstanden wird.

### 3. Begrenzung durch „awareness“

Letztlich zeigen die Ausgestaltungen von Publizitätspflichten in Australien und Neuseeland, dass selbst ein Gesetzgeber, der nicht nur die „unmittelbare Betroffenheit“, sondern auch das Kriterium der „Unverzüglichkeit“ aufstellt, davon ausgeht, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst mit Kenntnis des Normadressaten entsteht. Die entsprechenden Vorschriften ordnen ein Kenntniserfordernis („awareness“) des Emittenten ausdrücklich an, obwohl die jeweiligen Tatbestände explizit ein jeweiliges Pendant sowohl zur Unverzüglichkeit („immediate“) als auch zur unmittelbaren Betroffenheit („material effect“ bzw. „material information“) enthalten.<sup>382</sup> Dies verdeutlicht, dass beide Merkmale für sich genommen auch in anderen Rechtsordnungen nicht als geeignet angesehen werden, um die Pflicht des Emittenten zur Ad-Hoc-Publizität in genügendem Maße einzuschränken.

<sup>380</sup> In der Tat wird in der Schweiz ein Verständnis als „so rasch wie möglich“ befürwortet, vgl. Böckli, Schweizer Aktienrecht, § 7 Rn. 100; Ryser/Weber, SZW/RSDA 2012, 85, 88.

<sup>381</sup> Zu Überlegungen der Kommission, eine zusätzliche Kategorie der Insiderinformation einzuführen („zweistufiges Modell“) vgl. Merkner/Sustmann, AG 2012, 315, 319 ff.; Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593, 596; Teigelack, BB 2012, 1361 f.; Veill/Ph. Koch, WM 2011, 2297, 2299 f.

<sup>382</sup> Sec. 3.1 LR-ASX; Sec. 3.1 LR-NZX.

Ferner wird durch die Publizitätspflichten in Australien und Neuseeland bestätigt, dass der Begriff „immediate“ nicht dazu geeignet ist, eine Pflicht des Emittenten zur Informationsbeschaffung oder -organisation zu begründen oder solche Pflichten inhaltlich einzuschränken.<sup>383</sup> Denn dazu musste offenbar entgegen dem Grundsatz der Section 1042G ACA<sup>384</sup> eine zusätzliche Regelung eingeführt werden, die den Bezugspunkt einer Zurechnung von einem Wissen ausdrücklich auf darüber hinausgehende Außenumstände erweitert.<sup>385</sup> So ist im Zusammenhang mit der Ad-Hoc-Publizität in Australien und Neuseeland auch dann von einer „awareness“ die Rede, wenn ein Mitglied der Führungsebene Insiderinformationen vernünftigerweise in Verrichtung seiner Tätigkeit besitzen sollte („ought reasonably to have come into possession“).<sup>386</sup> Nach Klöhn hätte es aber selbst des Merkmals der „awareness“ nicht bedurft, da ihm zufolge die Voraussetzung des „material effect“ bzw. der „material information“ bereits für sich genommen ausreichend wäre, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten hinreichend zu begrenzen.

Richtigerweise schnürt das obendrein hinzukommende Tatbestandsmerkmal der „awareness“ die Veröffentlichungspflicht daher noch enger zu, als die beiden anderen Tatbestandsmerkmale es bewerkstelligen könnten. Dies kommt letztlich dadurch zum Ausdruck, dass die in Australien ausdrücklich geforderte Wissensorganisation durch den Emittenten stets an die Voraussetzung gebunden ist, dass sich die relevante Information bereits innerhalb der juristischen Person befindet („if it is known by anyone within the entity“)<sup>387</sup> und zudem der Führungsperson in Verrichtung ihrer Tätigkeit vernünftigerweise entgegenkommt.<sup>388</sup> Damit wird gerade keine Pflicht des Emittenten statuiert, jegliche Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich zu beschaffen und zu organisieren, sondern die Ad-Hoc-Publizitätspflicht wird jedenfalls auf solche Informationen begrenzt, die dem Emittenten bereits vorliegen und die Führungsebene regelmäßig erreichen.

---

<sup>383</sup> Vgl. ASX-Guidance Note 8, Rn. 4.5.

<sup>384</sup> Sec. 1042G ACA: „a body corporate is taken to possess any information which an officer of the body corporate possesses and which came into his or her possession in the course of the performance of duties as such an office“.

<sup>385</sup> Vgl. dazu bereits § 6 B. III.

<sup>386</sup> Sec.19.12 LR-ASX; Part A (Definitions) LR-NZX.

<sup>387</sup> ASX-Guidance Note 8, Rn. 4.4. Dies wird man auch für die Veröffentlichungspflicht in Neuseeland annehmen müssen, die sich an den australischen Vorgaben orientiert, vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, Vor Art. 17 Rn. 29.

<sup>388</sup> Sec. 19.12 LR-ASX.



## II. Risikoordnung

### 1. Aussagegehalt des *Cheapest Cost Information Seeker*

Aus dem Umstand, dass der Emittent von einer Insiderinformation „unmittelbar betroffen“ ist, wird auch gefolgert, dass er als *cheapest cost information seeker* zu klassifizieren und unter Effizienzgesichtspunkten auch zur Informationsbeschaffung und -organisation zu verpflichten ist.<sup>389</sup> Dem kann jedoch in dieser Allgemeinheit nicht zugestimmt werden.

Zu Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen, gehören nicht nur unternehmensinterne Umstände, sondern auch Ereignisse, die außerhalb seines Tätigkeitsbereichs angesiedelt sind.<sup>390</sup> Während die geringen Suchkosten des Emittenten damit begründet werden, dass die Informationen unternehmensinterne Vorgänge betreffen,<sup>391</sup> trägt dieser Anknüpfungspunkt nicht für den Fall, in dem die Informationen „von außen“ kommen und dem Emittenten damit nicht kraft seiner tätigkeitsbezogenen Informationsreichweite zur Verfügung stehen.<sup>392</sup> Die unmittelbare Betroffenheit des Emittenten ergibt sich in einem solchen Fall ausschließlich aus dem Fundamentalwertbezug der Insiderinformation,<sup>393</sup> der als solcher nichts darüber aussagt, mit welchem Aufwand die Information von wem beschafft werden kann. So steht etwa *a priori* keineswegs fest, dass der Emittent geringere Kosten hat, sich über die Entscheidung eines Bieters zu informieren, ein Übernahmeangebot abzugeben.<sup>394</sup> Eine von außen stammende Insiderinformation ist dem Anleger vielmehr gleichermaßen zugänglich.<sup>395</sup> Die unmittelbare Betroffenheit und die Möglichkeit der Kenntniserlangung weisen daher unterschiedliche Bezugspunkte auf,<sup>396</sup> sodass mangels Korrelation nicht auf einen komparativen Kostenvorteil des Emittenten geschlossen werden kann.<sup>397</sup>

<sup>389</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 65 ff., 108 f.; Klöhn, WM 2010, 1869, 1878; Poelzig, in: EBJs, Art. 17 Marktmissbrauchs-VO Rn. 16. Dem folgend K. Roth, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 189.

<sup>390</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 36 ff., Rn. 40 ff.

<sup>391</sup> Seibt, ZHR 177 (2013), 388, 393; Zetzsche, Aktionärsinformation, S. 37. Vgl. auch Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1654, die den Begriff des „Informationsmonopolisten“ sogar ausschließlich auf die bereits vorhandene Kenntnis des Vorstands stützen.

<sup>392</sup> Kumpan/Grütze, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 85; Fietz, Wissenszurechnung, S. 35 f., 44.

<sup>393</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 77.

<sup>394</sup> Beispiel nach Ihrig, ZHR 181 (2017), 381, 384 mit Fn. 13 mit weiteren Beispielen.

<sup>395</sup> OLG Düsseldorf AG 2011, 31, 34; Grundmann, in: Staub, HGB, Band 11/1, Rn. 497; Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 103.

<sup>396</sup> Hüfner/Koch, AktG, § 78 Rn. 30; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 161. Daher kann die „unmittelbare Betroffenheit“ nicht das Kenntniserfordernis ersetzen, anders Klöhn, NZG 2017, 1285, 1286 f.

<sup>397</sup> Vgl. Pfüller, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 328: „Die Festlegung des Entstehungszeitpunkts der Publikationspflicht auf das Vorliegen positiver Kenntnis (oder grob fahrlässiger



Diesen Einwand relativiert Klöhn damit, dass er die Ad-Hoc-Publizitätspflicht im Hinblick auf „von außen kommende Umstände“ erst mit Kenntnis des entsprechenden Ereignisses beginnen lassen will.<sup>398</sup> Eine solche Differenzierung ist jedoch nicht im Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR verankert: Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bezieht sich auf alle Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen, und unterscheidet nicht nach solchen, die innerhalb oder außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten entstehen. Indem das Kenntniserfordernis bei „von außen kommenden Umständen“ eingeführt wird, zeigt sich vielmehr, dass Vertreter einer Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation zu Recht nicht durchgehend an der Verknüpfung der Figur des *least cost information seeker* und dem Merkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ festhalten können. Denn offenbar ist es entgegen ihrer Ausgangsposition erforderlich, dennoch vereinzelt die zusätzliche Voraussetzung der positiven Kenntnis einzuführen. Dies bestätigt, dass allein das Kriterium der „unmittelbaren Betroffenheit“ die Pflichten des Emittenten nicht hinreichend auszuformen mag. Insoweit erklärt sich ebenfalls die bereits erläuterte Regelungstechnik von Ad-Hoc-Publizitätspflichten im internationalen Vergleich, die sowohl die Kenntnis des Emittenten als auch die unmittelbare Betroffenheit voraussetzen.

Richtigerweise stellt die Figur des *cheapest cost avoider* eine Rechtfertigung dafür dar, dass der Emittent überhaupt dazu verpflichtet werden sollte, Insiderinformationen zu veröffentlichen.<sup>399</sup> Daher bildet die auf diese Weise vorgenommene Risikoordnung den Grund, aber auch die Grenze dessen, wozu der Emittent im Wege der Ad-Hoc-Publizität verpflichtet werden sollte: Ist er für Risiken, die aus der fehlenden Veröffentlichung bestimmter Insiderinformationen resultieren, nicht als *cheapest cost avoider* zu qualifizieren, entfällt insoweit auch die Rechtfertigung, dem Emittenten die Ad-Hoc-Publizitätspflicht aufzuerlegen.

## 2. Anleger als *Superior Risk Bearer*

Wie eingangs erläutert, ist mit der Figur des *least cost information seeker* bzw. jener des *cheapest cost avoider* nicht das letzte Wort darüber gesprochen, auf welche Weise Risiken zugeordnet werden können.<sup>400</sup> In dem vorangegangenen Abschnitt ist festgestellt worden, dass hinsichtlich des Risikos solcher Insiderinformationen, über die weder der Emittent noch die Anleger verfügen, niemand als *cheapest cost avoider* ausfindig gemacht werden kann. Daher sind weitere Kriterien heranzuziehen, um das

---

Unkenntnis) von solchen – externen – Insiderinformationen ist nunmehr sachgerecht, weil andernfalls der Emittent mit einer Ad-Hoc-Pflicht bereits bei Eintritt des – äußeren – Umstandes unverhältnismäßig belastet wäre“.

<sup>398</sup> Vgl. die Ausführungen zur Ad-Hoc-Publizitätspflicht der Zielgesellschaft Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 390.

<sup>399</sup> H. Brinckmann, in: Veil, European Capital Markets Law, § 16 Rn. 23; Möllers, AcP 208 (2008), 1, 10 f.; Stout, 87 Mich. L. Rev. (1988), 613, 705; Veil, ZHR 167 (2003), 365, 379 f.

<sup>400</sup> Vgl. § 4 C. II. 7.

Risiko zuzuordnen, das aus unveröffentlichten Insiderinformationen resultiert, die weder dem Emittenten noch den Anlegern bekannt sind.

Es kommt also darauf an, wer das betrachtete Risiko zu den geringsten Kosten streuen kann, mithin wer *superior risk bearer* ist. Während dem Emittenten einzig das kostenintensive Instrument der Informationsbeschaffung oder -organisation verbleiben würde, wenn man die Ad-Hoc-Publizität als Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation versteht, besteht für den Anleger die weitaus kostengünstigere Alternative, sein Anlageportfolio zu diversifizieren, sollte der Emittent nur zur Veröffentlichung ihm bekannter Insiderinformationen verpflichtet sein.<sup>401</sup> Zwar verbleibt in der letztgenannten Variante des Kenntniserfordernisses das Restrisiko, dass der Anleger hinsichtlich einzelner Positionen einen Nachteil dadurch erleidet, dass dem Emittenten unbekannte kursrelevante Informationen nicht rechtzeitig an die Öffentlichkeit gelangen. Allerdings besteht ein Restrisiko auch für den Fall, in dem der Emittent Insiderinformation suchen und organisieren muss. Denn es steht nicht fest, dass er sie überhaupt findet und zudem, dass er sie vor demjenigen findet, der sie zu seinem eigenen Vorteil und zum Nachteil der übrigen Anleger ausnutzt.<sup>402</sup> Zugleich birgt eine Such- und Organisationspflicht des Emittenten nicht nur Restrisiken, sondern schafft sogar ein neues Risiko, das darin besteht, dass der Kreis von Personen erweitert wird, die von Insiderinformationen wissen, bevor sie veröffentlicht sind.<sup>403</sup> Dies kann dazu führen, dass Insiderhandel sogar zunimmt.

### 3. Vermeidung redundanten Aufwands

Schließlich ist das Kriterium der „unmittelbaren Betroffenheit“ als solches nicht in der Lage, redundanten Aufwand zu vermeiden, dem aber durch die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten entgegengewirkt werden soll.<sup>404</sup> Vielmehr kann dieses Ziel nur erreicht werden, wenn die Pflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR erst in einem Zeitpunkt entsteht, in dem der Emittent von der Insiderinformation weiß. Entscheidend ist, dass eine dem Emittenten unbekannte und ihn unmittelbar betreffende Insiderinformation dem Anleger gleichermaßen und zu gleichen Kosten zugänglich ist. Daher würde der Anleger damit rechnen, die Insiderinformation vor dem Emittenten zu finden und für sich nutzbar machen zu können. Der Anleger hätte also trotz einer Pflicht des Emittenten zur Informationsbeschaffung und -organisa-

<sup>401</sup> *Bratton/Wachter*, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 94 ff.; *Fox*, Wis. L. Rev. 2009, 297, 307 ff.; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 142 f.; *Langevoort*, 42 Wake Forest L. Rev. (2007), 627, 633 f.; *Wagner*, in: Callies, Transnationales Recht, S. 307, 325.

<sup>402</sup> *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. (1997), 101, 128 zu Grenzen von Informationsorganisationssystemen: „However, such protection will only be partial; breakdowns are inevitable in the best of systems“.

<sup>403</sup> Vgl. etwa auch RegE BT-Drs. 15/3174, S. 35 (linke Spalte): Mit § 15 WpHG a. F. soll der „Kreis der potentiellen Insider möglichst klein gehalten werden“.

<sup>404</sup> Vgl. dazu § 4 C. II. 6.

tion den Anreiz, selbst nach der Insiderinformation zu suchen. Dadurch würde redundanter Aufwand entstehen, da sowohl Emittent als auch Anleger nach der Insiderinformation suchen würden.

Dieser redundante Aufwand resultiert daraus, dass das Risiko nicht adäquat zugeordnet wäre, wenn man dem Emittenten eine Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation auferlegen würde. Sieht man aber den Emittenten allenfalls als *cheapest cost avoider* bzgl. solcher Insiderinformationen an, über die er bereits verfügt, und ordnet das Restrisiko, hinsichtlich ihm unbekannter Insiderinformationen dem Anleger als *superior risk bearer* zu, entsteht kein redundanter Aufwand: Erstens wird der Emittent außerhalb des Unternehmens weniger nach Insiderinformationen suchen, weil er dazu nicht verpflichtet ist. Zweitens wird der Anleger nicht nach Insiderinformationen suchen, die der Emittent bereits hat. Denn der Anleger geht rational apathisch davon aus, dass der Emittent Insiderinformationen schneller veröffentlichen wird und der Suchaufwand des Anlegers ins Leere geht. Hinsichtlich solcher Insiderinformationen, die sich nicht innerhalb des Emittenten befinden, entscheidet der Anleger selbst, ob er nach diesen Informationen sucht, oder ob er das Risiko dadurch abfedert, dass er sein Anlageportfolio diversifiziert. Dass der Anleger diese Entscheidung trifft, ist auch ausdrücklich gewollt, da jeder einzelne Akteur selbst dafür verantwortlich ist, sich für einen bestimmten Umgang mit solchen Informationen zu entscheiden, die für alle Teilnehmer am Kapitalmarkt gleichermaßen zugänglich sind.<sup>405</sup> Dagegen sollte die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten jedenfalls auf solche Insiderinformationen beschränkt werden, die sich innerhalb des Unternehmens befinden, da der Emittent nur hinsichtlich solcher Insiderinformationen eine monopolistische Stellung innehat.<sup>406</sup>

### III. Aussagen des CESR zur „unmittelbaren Betroffenheit“

Zu einem Kenntniserfordernis im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität verhält sich implizit auch das CESR, und zwar, wenn es Aussagen zu dem Tatbestandsmerkmal der unmittelbaren Betroffenheit trifft. Das CESR erläutert, dass Insiderinformationen, die den Emittenten nur *mittelbar* betreffen, nicht veröffentlichungspflichtig sind. Gleichzeitig erwähnt es, dass der Emittent im Falle ihn nur *mittelbar* betreffenden Insiderinformationen regelmäßig („usually“) ohnehin keine Kenntnis („awareness“) von dem relevanten Umstand hat.<sup>407</sup>

<sup>405</sup> Hansen, 18 ERA Forum (2017), 21, 25.

<sup>406</sup> Hansen, 18 ERA Forum (2017), 21, 25: „The essential characteristic is thus whether the information is monopolistic, that is, available to the issuer and not to other market participants engaged in the competition for information taking place in the market“. Vgl. auch Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1654.

<sup>407</sup> CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.16: „Indeed, it

Aus dieser Aussage kann sich nur ergeben, dass das CESR die Kenntnis des Emittenten von der Insiderinformation als Tatbestandsmerkmal voraussetzt. Andernfalls wäre es unerheblich, ob mit einer mittelbaren Betroffenheit auch eine fehlende Kenntnis des Emittenten einhergeht. Hieraus folgt, dass das CESR in Anbetracht von Insiderinformationen, die den Emittenten *unmittelbar* betreffen, ebenfalls nach solchen differenziert, von denen der Emittent weiß und solchen, von denen er nicht weiß. Da die Veröffentlichungspflicht des Emittenten im Falle einer unmittelbaren Betroffenheit aber nicht daran scheitert, dass die Insiderinformation den Emittenten nur mittelbar betrifft, kommt es für die Ad-Hoc-Publizitätspflicht darauf an, ob der Emittent von der Insiderinformation weiß. Damit untermauern auch die Aussagen des CESR, dass das Tatbestandsmerkmal der unmittelbaren Betroffenheit für sich genommen nicht dazu geeignet ist, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auf das erforderliche Maß zu beschränken. Vielmehr wird zusätzlich auch verlangt, dass der Emittent die Insiderinformation kennt.

## F. Übergeordnete Grundsätze

### I. *Ultra posse nemo obligatur*

#### 1. Maßgeblichkeit des Zeitpunkts der Pflichtenentstehung

Zu welchen Verhaltensweisen Art. 17 Abs. 1 MAR den Emittenten verpflichtet, kann ermittelt werden, indem man die Vorschrift nicht nur anhand ihres Wortlauts und ihrer systematischen Zusammenhänge untersucht, sondern auch weitergehende Gesichtspunkte beleuchtet, die für die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten relevant sind. Hierfür ist es hilfreich, die eingangs geschilderten Auffassungen<sup>408</sup> darauf hin zu untersuchen, worin genau die Abzweigungen bestehen, durch die sich das Meinungsbild in die unterschiedlichen Betrachtungsweisen unterteilt.

Hierbei fällt auf, dass selbst Vertreter einer Informationsbeschaffungs- und Organisationspflicht davon ausgehen, dass zwischen die von ihnen geforderte Informationsbeschaffung und die endgültige Informationsentäußerung an die Öffentlichkeit jedenfalls in irgendeinem Zeitpunkt die Kenntnis des Emittenten tritt.<sup>409</sup> Denn soll der Emittent Insiderinformationen auffinden, die er sodann veröffentlichen muss, kann der Gesamtprozess der Informationsbeschaffung bis hin zur Informationsbekanntgabe nicht bewerkstelligt werden, ohne dass der Emittent zwischen-

---

is recognised that in the examples listed below [Beispiele für mittelbare Betroffenheit], the issuer would usually [...] not be aware of the information“.

<sup>408</sup> Vgl. § 3.

<sup>409</sup> Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 119 ff.: Informationserkennung, Informationsaufklärung, Informationsweiterleitung und -aufbewahrung, Informationsbewertung und Informationsveröffentlichung; vgl. auch Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89, wonach die Informationsbeschaffung der Veröffentlichung vorgeht.

zeitlich von der Information erfährt.<sup>410</sup> Damit drängt sich die bislang vernachlässigte Feststellung auf, dass alle Auffassungen – unabhängig davon, ob Sie die Kenntnis des Emittenten voraussetzen und wie sie mit einer etwaig vorausgesetzten Kenntnis umgehen – davon ausgehen, dass ein Emittent die Insiderinformation hat, bevor er sie bekanntgibt.<sup>411</sup>

Die Auffassungen divergieren also weniger bei der Frage, ob die Kenntnis des Emittenten notwendig ist, damit er eine Insiderinformation bekanntgeben kann. Vielmehr unterscheiden sich die Ansichten danach, in welchem Zeitpunkt die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entstehen soll:<sup>412</sup> Während die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach einigen Stimmen erst entsteht, wenn der Emittent von der Insiderinformation weiß, beginnt sie nach anderen Ansichten bereits zu einem früheren Zeitpunkt, und zwar dann, wenn der Emittent von der Insiderinformation Kenntnis haben muss oder haben kann. Die richtige Fragestellung lautet daher nicht, ob die Bekanntgabe Kenntnis voraussetzt,<sup>413</sup> sondern zu welchem Zeitpunkt die Pflicht entsteht, den Bekanntgabeprozess einzuleiten.<sup>414</sup>

## 2. EuGH in Sachen *DSV Road*

Die Auffassungen, die den Emittenten erst dann dazu verpflichten wollen, Insiderinformationen zu veröffentlichen, wenn er von ihnen Kenntnis hat, stellen darauf ab, dass von dem Emittenten andernfalls etwas verlangt würde, das ihm nicht möglich ist.<sup>415</sup> Der so in Bezug genommene Grundsatz *ultra posse nemo obligatur*<sup>416</sup>

<sup>410</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 119 ff.: Spätestens nach der Informationsaufklärung hat der Emittent Kenntnis von der Information, was sodann nach der Informationsweiterleitung sowie -aufbewahrung und Informationsbewertung schließlich die Informationsveröffentlichung ermöglicht. Nach Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89 hat der Emittent spätestens nach der Informationsbeschaffung und -weiterleitung an die zuständige Person Kenntnis von der Insiderinformation, bevor er sie veröffentlicht.

<sup>411</sup> Dies ist auch der Grund dafür, dass bloß anhand des Wortlauts noch keine hinreichende Aussage darüber getroffen werden kann, ob der Emittent Insiderinformationen im Vorfeld der „Bekanntgabe“ auch auffinden und organisieren muss, vgl. § 8 B. I. 1.

<sup>412</sup> Die zeitliche Differenzierung auch feststellend Buck, Wissen und juristische Person, S. 21: „Bei Wissensnormen, bei denen Wissen für sich gesehen schon Relevanz entfaltet, hat das Wissen [...] im Augenblick der Wissenserlangung rechtliche Wirkungen [...]“.

<sup>413</sup> So aber Thomale im Hinblick auf die „Mitteilung“, vgl. hierzu § 7 B. I.

<sup>414</sup> Zutreffend Korch, ZGR 2020, 286, 289.

<sup>415</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 50 mit Fn. 1.

<sup>416</sup> Ursprünglich D. 50,17,185: „Impossibilium nulla obligatio est“, dazu Schermaier, in: HKK-BGB, § 275 Rn. 13; Ekkenga/Kuntz, in: Soergel, BGB, § 275 Rn. 6: „ultra posse nemo obligatur“; zur Anwendung im Haftungsrecht Wollschläger, in: Wieacker, Symptotica, S. 154, 174 ff.; zur Geltung im deutschen Strafrecht Freund, in: MüKo-StGB, Vorb. § 13 Rn. 134 f.: „Ohne die entsprechende Fähigkeit des Normadressaten, etwas Bestimmtes zu tun oder zu unterlassen, ergibt eine Verhaltensnorm keinen Sinn. Das Sinnlose aber lässt sich niemals rechtlich legitimieren“.

sei nämlich auch im Unionsrecht anwendbar.<sup>417</sup> Die Stimmen, die ein Kenntniserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ablehnen, weisen darauf hin, dass eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation nicht gegen den *Ultra-Posse*-Grundsatz verstoße, da die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur so weit reiche, wie es dem Emittenten möglich sei, Insiderinformationen aufzufinden.<sup>418</sup> Daher lohnt sich ein Blick darauf, was das Unionsrecht darunter versteht, wenn es jemanden nicht zu Unmöglichem verpflichten will.

Den Grundsatz *ultra posse nemo obligatur* greift der EuGH in seinem Urteil in Sachen *DSV Road* auf.<sup>419</sup> In der Entscheidung ging es um die Pflicht zur ordnungsgemäßen Durchführung eines externen Versandverfahrens, deren Verletzung dazu führt, dass eine Einfuhrzollschuld erhoben wird. Nach der dafür maßgeblichen Vorschrift des Art. 204 Abs. 1 lit. a des Zollkodex<sup>420</sup> entsteht eine Einfuhrzollschuld, wenn eine der Pflichten nicht erfüllt wird, die sich bei einer einfuhrabgabepflichtigen Ware aus deren vorübergehender Verwahrung oder aus der Inanspruchnahme des Zollverfahrens ergeben, in das sie überführt worden ist. In der zu entscheidenden Konstellation hatte das dänische Transport- und Logistikunternehmen *DSV Road* infolge eines Fehlers mehr externe Versandverfahren eingeleitet, als es Waren zu versenden hatte. Daraufhin forderte die dänische Behörde von *DSV Road* eine Einfuhrzollschuld nach Art. 204 Abs. 1 lit. a Zollkodex für die überzähligen Versandverfahren mit der Begründung, dass diese mangels vorhandener Ware nicht ordnungsgemäß beendet worden seien.

Die entscheidende Frage verdichtete sich darauf, ob Art. 204 Abs. 1 lit. a Zollkodex dem Normadressaten nicht nur die Pflicht auferlegt, Versandverfahren in Bezug auf existente Waren ordnungsgemäß durchzuführen, sondern auch verlangt, keine Versandverfahren einzuleiten, wenn dafür keine Ware zur Verfügung steht. Wäre von Art. 204 Abs. 1 lit. a Zollkodex nämlich auch die Vorfeldpflicht umfasst, keine überzähligen Versandverfahren einzuleiten, hätte das Unternehmen gegen diese Pflicht verstoßen, indem es Versandverfahren für Waren veranlasste, die nicht existierten. Art. 204 Abs. 1 lit. a Zollkodex steht im Ausgangspunkt beiden Ansichten offen gegenüber.<sup>421</sup> Ähnlich der Konstellation, die Art. 17 Abs. 1 MAR

<sup>417</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 385 unter Verweis auf EuGH, Urt. v. 15. 7. 2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435, Rn. 24 – *DVS Road*, BeckRS 2010, 90894.

<sup>418</sup> *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287.

<sup>419</sup> EuGH, Urt. v. 15. 7. 2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435 – *DVS Road*, BeckRS 2010, 90894.

<sup>420</sup> Verordnung (EWG) Nr. 2913/92 des Rates vom 12. 10. 1992 zur Festlegung des Zollkodex der Gemeinschaften in der durch die Verordnung (EG) Nr. 648/2005 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. 4. 2005 geänderten Fassung.

<sup>421</sup> EuGH, Urt. v. 15. 7. 2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435, Rn. 27 – *DVS Road*, BeckRS 2010, 90894: „Art. 204 Abs. 1 Buchst. a des Zollkodex macht allerdings die Entstehung der Zollschuld davon abhängig, dass eine Verfehlung in Bezug auf eine „einfuhrabgabepflichtige Ware“ begangen wird. Zu prüfen ist daher, ob im Rahmen dieser Bestimmung die Faktoren berücksichtigt werden können, die den besonderen Fall des Ausgangsverfahrens

zugrunde liegt, in der es dem Emittenten möglich ist, Insiderinformationen zu beschaffen und zu organisieren, um sie bekanntzugeben, ist es auch einem Unternehmen im Kontext des Art. 204 Abs. 1 lit. a Zollkodex möglich, keine überzähligen Versandverfahren einzuleiten, um diese nicht unbeendet zu lassen.

Nach Auffassung des EuGH entsteht die Pflicht aus Art. 204 Abs. 1 lit. a Zollkodex dennoch erst in dem Zeitpunkt, in dem sich das eingeleitete Verfahren auf eine bereits vorhandene Ware bezieht. Dagegen soll ein Unternehmen nach Art. 204 Abs. 1 lit. a Zollkodex nicht dazu verpflichtet sein, dafür zu sorgen, dass keine überzähligen Versandverfahren eingeleitet werden. Zur Begründung stellt der Gerichtshof zunächst auf den Wortlaut der Vorschrift ab, der dazu tendiere, dass die infrage stehende Regelung keine Pflichten vorgebe, bevor eine einfuhrabgabepflichtige „Ware“ vorhanden sei.<sup>422</sup> In diesem Zusammenhang verweist der Gerichtshof insbesondere darauf, dass es nicht möglich sei, ein solches Verfahren ordnungsgemäß durchzuführen, wenn es auf eine nicht vorhandene Ware angewandt werde. Folgte man nämlich einer Auslegung wie der von der dänischen Regierung befürworteten – so der EuGH – hätte die Anwendung von Art. 204 des Zollkodex allein zum Ergebnis, dass dem Normadressaten wegen des Fehlers, den er durch die Einleitung der externen Versandverfahren begangen hätte, und nicht wegen der Nichterfüllung seiner mit diesem Verfahren verbundenen Verpflichtungen eine Sanktion auferlegt würde.<sup>423</sup> Daraus folgt, dass der Anwendungsbereich der Pflicht zum ordnungsgemäßen Versandverfahren nicht eröffnet ist, solange es keine Ware gibt, auf die sich die spezifischen Pflichten im Rahmen eines Versandverfahrens beziehen können.

Obwohl also die von der dänischen Regierung befürwortete Auslegung im Ausgangspunkt denkbar erscheint, da es dem Normadressaten möglich ist, keine überzähligen Versandverfahren einzuleiten, heißt dies nicht, dass diese Pflicht von Art. 204 des Zollkodex umfasst ist. Vielmehr gelangt der EuGH infolge einer Wortlautauslegung, die sich an dem *Ultra-Posse*-Grundsatz orientiert, zu einer Einschränkung der geforderten Verhaltensweisen. Der Gerichtshof stellt nämlich nicht generell darauf ab, was dem Normadressaten alles möglich ist, sondern nimmt ausschließlich auf die Möglichkeit solcher Verhaltensweisen Bezug, die im Wortlaut der untersuchten Vorschrift adressiert sind. Um festzustellen, ob es zu einem Zeitpunkt möglich ist, einer bestimmten Pflicht nachzukommen, ist daher nicht das allgemein Mögliche, sondern der normierte Inhalt der in Bezug genommenen Pflicht maßgebend.<sup>424</sup> Dies ist nur konsequent, zumal der *Ultra-Posse*-Grundsatz weitge-

---

kennzeichnen, nämlich die Tatsache, dass für ein und dieselbe Ware zwei Versandverfahren in Gang gesetzt wurden“.

<sup>422</sup> EuGH, Urt. v. 15.7.2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435, Rn. 28 – DVS Road, BeckRS 2010, 90894.

<sup>423</sup> EuGH, Urt. v. 15.7.2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435, Rn. 34 f. – DVS Road, BeckRS 2010, 90894.

<sup>424</sup> EuGH v. 15.7.2010, C-234/09, Rn. 35: „Nichterfüllung [der] mit diesem Verfahren verbundenen Verpflichtungen“ (Hervorhebung durch Verfasser). Vgl. auch schon Wollschläger,



hend leerlaufen würde, wenn sich praktisch immer an ein Vorverhalten anknüpfen ließe, das dem Betroffenen möglich ist.<sup>425</sup> Insoweit würde von ihm aber nicht gefordert, die normierte Pflicht zu erfüllen, sondern auferlegt, gesetzlich nicht näher bestimmte Verhaltensweisen zu unternehmen, die der eigentlichen Pflicht lediglich vorangehen. Die durch die Vorschrift umrissene Pflicht bildet daher den Grund und zugleich die Grenze des gesetzlich geforderten Verhaltens in Abgrenzung zu etwaigen Vorfeldmaßnahmen, die in der Pflichtennorm unerwähnt geblieben sind.

### 3. Übertragung auf Art. 17 Abs. 1 MAR

Den Ausführungen des EuGH in Sachen *DSV Road* lässt sich entnehmen, welche Bedeutung der *Ultra-Posse*-Grundsatz für die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR hat. Der Anwendungsbereich des Art. 17 Abs. 1 MAR ist damit erst eröffnet, sobald die Pflicht zur „Bekanntgabe“ entstanden ist. Genauso wie die Pflicht, ein Versandverfahren nach Art. 204 des Zollkodex ordnungsgemäß durchzuführen, erst entsteht, wenn eine hierzu erforderliche Ware vorliegt, entsteht auch die Bekanntgabepflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR erst zu einem Zeitpunkt, in dem sie vollumfänglich erfüllt werden kann,<sup>426</sup> das heißt wenn bereits alle Umstände eingetreten sind, die die vom Ordnungsgeber umschriebene Verhaltensweise der „Bekanntgabe“ ermöglichen.<sup>427</sup> Zu den Umständen, die dazu vorliegen müssen, gehört einhellig, dass sich die Information innerhalb des Emittenten befindet. Denn selbst nach Vertretern einer Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation kann der letzte Schritt der „Bekanntgabe“ nur dadurch erfolgen, dass der Emittent die Information zuvor beschafft hat, das heißt von dieser Kenntnis hat.<sup>428</sup> Damit kann der Emittent die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht vollständig erfüllen, solange er nicht über die Insiderinformation verfügt.

Wollte man den Emittenten hingegen zu einer Informationsbeschaffung oder -organisation verpflichten, würde man von ihm verlangen, mithilfe von Verhaltensweisen, die nicht in dem Verordnungstext aufgeführt sind, selbst die Voraus-

in: Wieacker, *Sympotica*, S. 154, 175: „*Ius* und *obligatio* verkörpern diejenigen Handlungen, auf welche sie sich richten, also die Leistung, bereits im Zustande der Möglichkeit (*potentia*)“. S. auch *Bosch*, in: Schönke/Schröder, StGB, Vorb. §§ 13 ff. Rn. 139: „Welche Handlung gefordert wird, hängt vom in Frage stehenden Straftatbestand ab“.

<sup>425</sup> Vgl. im Zusammenhang mit dem Unterlassen im deutschen Strafrecht *Bosch*, in: Schönke/Schröder, StGB, Vorb. §§ 13 ff. Rn. 139: „Dem Unterlassenden wird die Nichtvornahme bestimmter, niemals aller möglichen Handlungen vorgeworfen. [...] Danach bedeutet Unterlassen die Nichtvornahme einer geforderten Handlung. [...] Welche Handlung gefordert wird, hängt vom in Frage stehenden Straftatbestand ab“; *Roxin*, Strafrecht Allgemeiner Teil, Bd. II, § 31 Rn. 7.

<sup>426</sup> Vgl. zur Definition der Möglichkeit bereits *Hartmann*, Möglichkeit und Wirklichkeit, S. 46.

<sup>427</sup> Gegen eine Übertragung von EuGH, Urt. v. 15.7.2010, C-234/09, ECLI:EU:C:2010:435 – *DVS Road*, BeckRS 2010, 90894 *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 104.

<sup>428</sup> Vgl. dazu bereits § 8 B. I.



setzungen zu schaffen, die erst die eigentlich aufgeführte Pflicht begründen – die nur durch eigenes Wissen mögliche „Bekanntgabe“. Wie sich aus der Rechtsprechung des EuGH in *DSV Road* ergibt, kann dabei nicht darauf abgestellt werden, dass es dem Emittenten möglich ist, Insiderinformation zu beschaffen und zu organisieren.<sup>429</sup> Denn bestünde der Prüfungsmaßstab für eine Veröffentlichungspflicht des Emittenten darin, durch welche Verhaltensweisen er sich in die Lage versetzen kann, um eine Insiderinformation bekanntzugeben, würde sich die Fülle der dem Emittenten zwar generell möglichen, jedoch im Verordnungstext noch nicht einmal angedeuteten Verhaltensweisen ausweiten, ohne dass ein geeignetes Kriterium ersichtlich wäre, um eine ausufernde Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten zu beschränken.<sup>430</sup> Denn jedenfalls würde der Wortsinn der „Bekanntgabe“ seine Begrenzungsfunktion verlieren, wenn auch die Vorfeldpflichten der Informationsbeschaffung oder -organisation von der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR umfasst wären.<sup>431</sup> Damit einhergehend droht auch das Schutzanliegen des Grundsatzes *ultra posse nemo obligatur* ausgehöhlt zu werden, da sich das dem Normadressaten Mögliche nicht mehr an der tatbestandlich umschriebenen Pflicht, sondern an nirgends definierten, allgemein möglichen Verhaltensweisen orientieren würde.<sup>432</sup>

## II. Verfassungsrechtliche Sanktionsvorgaben nach Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK

### 1. Bestimmtheitsgrundsatz

Die Begrenzungsfunktion des Wortlauts ist im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR auch unter einem weiteren Gesichtspunkt relevant. Wie bereits aufgezeigt worden ist, muss ein Emittent, der gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1

<sup>429</sup> So etwa *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 87; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287.

<sup>430</sup> Dass die Ad-Hoc-Publizität weder durch die „unmittelbare Betroffenheit“ noch durch die „Unverzüglichkeit“ hinreichend begrenzt werden kann, vgl. § 8 D. und E.

<sup>431</sup> Vgl. zur Begrenzungsfunktion des Wortlauts im Unionsrecht *Neuner*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 12 Rn. 17.

<sup>432</sup> In diesem Sinne auch BVerwG NJW 2013, 2538, Rn. 11: Im Gegensatz zu anderen Normen des Informationsfreiheitsrechts [...] beschränkt § 1 I 1 IFG den Zugangsanspruch zwar nicht ausdrücklich auf Informationen, die bei der informationspflichtigen Stelle vorhanden sind. Das lässt aber nicht den Schluss zu, dass das Gesetz einen Zugangsanspruch ohne Rücksicht darauf einräumen will, wo sich die Unterlagen mit den begehrten Informationen befinden [...]. Denn die Gewährung eines Zugangs zu Informationen setzt jedenfalls voraus, dass die Anspruchsverpflichtete selbst tatsächlich Zugriff auf die Informationen hat. Müsste sich die informationspflichtige Stelle diesen Zugriff erst verschaffen, bedürfte es hierfür wiederum einer Rechtsgrundlage, um gegenüber Behörden und Privaten, die im Besitz der Information sind, ein Herausgabeverlangen durchsetzen zu können. Wie im Archivrecht fehlt diese auch im Informationsfreiheitsgesetz“.

MAR verstößt, damit rechnen, dass er mit aufsichtsrechtlichen Konsequenzen belegt wird, die der Unionsgesetzgeber in Art. 30 Abs. 2 MAR zwingend vorgegeben hat. Da die aufsichtsrechtlichen Sanktionen des Art. 30 Abs. 2 MAR unter den Begriff der „Strafe“ nach Art. 49 Abs. 1 Satz 1 GRCh und Art. 7 Abs. 1 Satz 1 EMRK fallen,<sup>433</sup> steht eine in die „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesene Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation in einem Spannungsverhältnis zu dem unionsverfassungsrechtlich vorgegebenen Bestimmtheitsgrundsatz und Analogieverbot.<sup>434</sup>

Aus Art. 49 Abs. 1 Satz 1 GRCh und Art. 7 Abs. 1 Satz 1 EMRK folgt, dass eine Regelung in Bezug auf die infrage stehende Tat hinreichend bestimmt sein muss.<sup>435</sup> Dazu sind die tatbestandlichen Voraussetzungen einer Straftat deutlich zu definieren.<sup>436</sup> Im Zuge dessen muss der Betroffene anhand des Wortlauts einer Regelung und gegebenenfalls unter deren Auslegung durch die Gerichte klar erkennen können, welche Handlungen oder Unterlassungen eine strafbewehrte Verantwortung begründen.<sup>437</sup> Im Hinblick auf die Interessen des Normadressaten dient der Bestimmtheitsgrundsatz sowohl dazu, die gleiche Rechtsanwendung zu gewährleisten, als auch dazu, die Gesetzesanwendung vorhersehbar zu machen, um die gewünschte Steuerungswirkung zu erreichen.<sup>438</sup> Insoweit wird der bedeutsame Aspekt der Rechtssicherheit für den Normadressaten auch verfassungsrechtlich adressiert.<sup>439</sup> An der Bestimmtheit fehlt es etwa dann, wenn ein Tatbestand aufgrund seiner Formulierung erhebliche Möglichkeiten für eine willkürliche Anwendung gibt<sup>440</sup> oder die Interpretation nicht mehr im Rahmen dessen liegt, was auch für einen beratenen Laien in den als möglicherweise strafbar erkennbaren Rahmen einer Norm fällt.<sup>441</sup>

<sup>433</sup> Vgl. § 5 B. IV.

<sup>434</sup> Zum Analogieverbot in der MAR vgl. *Cahn*, in: FS 25 Jahre WpHG, S. 41, 50; Zur Anwendung des Analogieverbots auf die Ad-Hoc-Publizität bei Konzernsachverhalten vgl. *F.A. Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB Börsennotierte AG, § 15 Rn. 18. S. auch *Rückert*, NStZ 2020, 391, 393 f.

<sup>435</sup> EuGH, Urt. v. 12. 12. 1996, C-74/95, ECLI:EU:C:1996:491, Rn. 25 – X, BeckRS 2004, 77753; EuG, Urt. v. 5. 4. 2006, T-279/02, ECLI:EU:T:2006:103, Rn. 66 – Degussa, BeckRS 2006, 70298; *Eser/Kubicel*, in: Meyer/Hölscheidt, GRCh, Art. 49 Rn. 22.

<sup>436</sup> EuGH, Urt. v. 17. 6. 2010, C-413/08 P, ECLI:EU:C:2010:346, Rn. 94 – Lafarge, BeckRS 2010, 9075; EuGH, Urt. v. 29. 3. 2011, C-352/09 P, ECLI:EU:C:2011:191, Rn. 80 f. – Thyssen, BeckRS 2011, 80310; EuGH, Urt. v. 18. 7. 2013, C-501/11 P, ECLI:EU:C:2013:522, Rn. 57 f. – Schindler, NZKart 2013, 334; *Jarass*, GRCh, Art. 49 Rn. 11.

<sup>437</sup> EuGH, Urt. v. 3. 5. 2007, C-303/05, ECLI:EU:C:2007:261, Rn. 50 – Wereld, NJW 2007, 2237; EuGH, Urt. v. 10. 11. 2011, C-405/10, ECLI:EU:C:2011:722, Rn. 48 – Garenfeld, BeckRS 2011, 81610; EuG, Urt. v. 8. 7. 2008, T-99/04, ECLI:EU:T:2008:256, Rn. 140 – AC-Treuhand, BeckRS 2008, 70741; *Jarass*, GRCh, Art. 49 Rn. 11.

<sup>438</sup> *Eser/Kubicel*, in: Meyer/Hölscheidt, GRCh, Art. 49 Rn. 22.

<sup>439</sup> *Neuner*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 12 Rn. 17: „Vertrauenstatbestand für die Rechtsunterworfenen“; vgl. zur Rechtsunsicherheit eingehend § 4 B. I. 5.

<sup>440</sup> EGMR, Urt. v. 25. 5. 1993, 14307/88, Partly Dissenting Opinion of Judge Martens, Rn. 4 – Kokkinakis.

<sup>441</sup> EKMR, Urt. v. 7. 5. 1982, 8710/79, Rn. 9 – X. Ltd and Y.

Der bereits unternommene Vergleich der Veröffentlichungspflichten der MAR<sup>442</sup> hat gezeigt, dass nach dem Wortlaut sämtlicher Sprachfassungen nur die Bekanntgabe solcher Informationen gemeint ist, über die der Normadressat verfügt. Nur wenn der Unionsgesetzgeber Pflichten einführen wollte, die der Veröffentlichung vorgelagert sind, spricht er ausdrücklich von einem Wissenmüssen (vgl. Art. 12 Abs. 2 lit. a RL 2001/34/EG) oder verlangt andere Vorkehrungen, die eine Veröffentlichung sicherstellen sollen (vgl. Art. 19 Abs. 5 MAR). Auch Organisationspflichten konkretisiert der Unionsgesetzgeber nach dem Vorbild der Art. 16 MiFID II, Art. 21 ff. DelVO (EU) 565/2017, Art. 76 ff. CRD IV oder Art. 9 Abs. 1 lit. a, Art. 16, Art. 18 MAR. Damit achtet der europäische Gesetzgeber darauf, dass er Organisationspflichten im Einklang mit dem Bestimmtheitsgrundsatz ausbuchstabiert.

Indem man also den Begriff der „Bekanntgabe“ auf eine Informationsbeschaffung oder -organisation ausdehnt, erweitert man den Pflichteninhalt des Art. 17 Abs. 1 MAR, ohne dass auch nur einer Sprachfassung entnommen werden könnte, dass der Emittent zu solchen Verhaltensweisen verpflichtet werden sollte. Hätte der Ordnungsgeber gewollt, dass auch die Informationsbeschaffung oder -organisation tatbestandlich erfasst ist, hätte er die gewünschten Verhaltensweisen in Anbetracht des Bestimmtheitsgrundsatzes auch tatbestandlich konkretisieren müssen. Im Gegensatz zu den genannten sekundärrechtlichen Beispielen wird in Art. 17 Abs. 1 MAR auf die Informationsbeschaffung oder -organisation jedoch mit keinem Wort Bezug genommen. Vielmehr werden in Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR und in Art. 2 DurchfVO 2016/1055 nur Maßnahmen spezifiziert, die einzig erfolgen können, wenn der Emittent über die Information verfügt. Dabei bestünde im Hinblick auf einen vielschichtigen Prozess der Informationsbeschaffung und -organisation, der von dem Emittenten verlangt, ein spezifisches Compliance-System einzurichten, aus Erwägungen der Rechtssicherheit sogar ein weitaus größerer Konkretisierungsbedarf als bei dem bloßen Akt der Informationsentäußerung.<sup>443</sup>

## 2. Analogieverbot

Darüber hinaus beinhaltet auch das Analogieverbot verfassungsrechtliche Vorgaben dafür, wie die in Art. 17 Abs. 1 MAR adressierten Pflichten zu bestimmen sind. Das Analogieverbot ist zwar – anders als etwa in Art. 22 Abs. 2 Satz 1 des IStGH-Statut<sup>444</sup> – nicht ausdrücklich in Art. 49 Abs. 1 GRCh oder Art. 7 Abs. 1 EMRK erwähnt. Jedoch wird es gleichwohl aus der Erwägung hergeleitet, dass der Bestimmtheitsgrundsatz unterlaufen würde, wenn ein vom Wortlaut des geschrie-

<sup>442</sup> Vgl. § 8 B. I.

<sup>443</sup> Vgl. zur Rechtssicherheit im Unionsrecht auch *Neuner*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 12 Rn. 17: „Vertrauensstatbestand für die Rechtsunterworfenen“.

<sup>444</sup> Art. 22 Abs. 2 Satz 1 IStGH-Statut: „Die Begriffsbestimmung eines Verbrechens ist eng auszulegen und darf nicht durch Analogie erweitert werden“.

benen Tatbestands nicht erfasstes Verhalten im Wege der Analogie für strafbar erklärt werden könnte.<sup>445</sup> Deshalb ist gemäß der Rechtsprechung des EGMR zu Art. 7 Abs. 1 EMRK, die nach Art. 52 Abs. 3 GRCh auch für die Bedeutung und Tragweite der Rechte aus Art. 49 GRCh maßgeblich ist, jede strafbegründende und strafverweiternde Analogie verboten.<sup>446</sup>

Unter einer Analogie versteht man eine Methode richterlicher Rechtsfortbildung, mithilfe derer planwidrige und nicht schon durch Auslegung erschließbare Regelungslücken geschlossen werden.<sup>447</sup> Voraussetzung ist demnach, dass das infrage stehende Verhalten dem Tatbestand nicht schon im Wege der Gesetzesauslegung entnommen werden kann. Dabei stellt sich die Frage, wie die (verbotene) Analogie von einer (erlaubten) Auslegung abzugrenzen ist. Insoweit soll sich die äußerste begriffliche Grenze einer Strafnorm nach ihrem Wortlaut richten, der zugleich den Radius dafür definiert, inwieweit die interpretative Eigenwertung des Rechtsanwenders reichen darf.<sup>448</sup> Um dabei Grenzverschiebungen zu Lasten des Bürgers vorzubeugen, verbietet Art. 7 EMRK nach Deutung des EGMR jede extensive Auslegung eines Strafgesetzes zu Lasten des Verpflichteten.<sup>449</sup>

Gute Gründe sprechen sogar dafür, in Anlehnung an Art. 22 Abs. 2 Satz 1 IStGH-Statut, nicht nur von dem Verbot einer extensiven Auslegung, sondern noch weitergehend von einem Gebot der engen Auslegung eines Sanktionstatbestands auszugehen. Zwar wird von einigen Stimmen aus Art. 22 Abs. 2 Satz 1 IStGH-Statut gerade der Umkehrschluss hergeleitet, dass Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK mangels vergleichbarer ausdrücklicher Anordnung keine enge Auslegung vorgeben.<sup>450</sup> Diese Begründung zu Ende gedacht, könnte jedoch gleichfalls behauptet werden, Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK enthielten überhaupt kein Analogieverbot, da dieses in den genannten Grundrechtsgarantien nicht explizit erwähnt ist. Vielmehr zeigt das Nebeneinander von enger Auslegung und Analogieverbot in der Formulierung des Art. 22 Abs. 2 Satz 1 IStGH-Statut („ist eng auszulegen und darf nicht durch Analogie erweitert werden“), dass die enge Auslegung gerade Ausfluss des Bestimmtheitsgebots ist, das durch das Analogieverbot ergänzt wird. Nur wenn das Bestimmtheitsgebot zu einer engen Auslegung zwingt, wird die in der Rechtspraxis ohnehin erschwerte Abgrenzung zwischen Auslegung und Rechtsfortbildung handhabbar gemacht. Dies ist im Hinblick auf das Gesetzlichkeitsprinzip und den Bestimmtheitsgrundsatz unabdingbarer Bestandteil einer jeden Sanktionsnorm und

<sup>445</sup> *Eser/Kubiciel*, in: Meyer/Hölscheidt, GRCh, Art. 49 Rn. 25.

<sup>446</sup> EGMR, Urt. v. 25.5.1993, 14307/88, Rn. 52 – Kokkinakis.

<sup>447</sup> Allgemein dazu *Canaris*, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, S. 71 ff.; *Larenz*, Methodenlehre, S. 381 f.

<sup>448</sup> *Eser/Kubiciel*, in: Meyer/Hölscheidt, GRCh, Art. 49 Rn. 27.

<sup>449</sup> EGMR, Urt. v. 22.3.2001, 34044/96, 35532/97 und 44801/98, Rn. 50 – Strelitz, NJW 2001, 3035. S. auch BVerfGE 92, 1, 16.

<sup>450</sup> *Eser/Kubiciel*, in: Meyer/Hölscheidt, GRCh, Art. 49 Rn. 27.

sollte deshalb nicht auf den Anwendungsbereich der IStGH-Status beschränkt werden.

Aber auch unter Verweis auf das Verbot einer extensiven Auslegung, das einen deutungsöffneren Umgang mit den Tatbestandsmerkmalen des Art. 17 Abs. 1 MAR zulässt als das Gebot einer engen Auslegung, ist die Wortlautgrenze der „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen jedenfalls überschritten, wenn man sie zusätzlich mit einer Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation auffüllt. Dass der Veröffentlichung vorgelagerte Prozesse begrifflich nicht in dem Merkmal der „Bekanntgabe“ enthalten sein können, bestätigt bereits der Sprachgebrauch solcher Auffassungen, die in die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten weitergehende Pflichten hineinlesen wollen. Wird der letzte Schritt, mit dem Insiderinformationen von dem Emittenten zu handhaben sind, als „Informationsveröffentlichung“ bezeichnet,<sup>451</sup> die ausweislich der anderen Sprachfassungen der MAR ein Synonym für die „öffentliche Bekanntgabe“ ist,<sup>452</sup> sind die Informationsbeschaffung und die Informationsorganisation begrifflich nicht in diesem Schritt enthalten und stellen daher andere als die tatbestandlich geforderten Verhaltensweisen dar. Konsequenterweise werden hierfür auch die Begriffe der „Informationserkennung“ und „Informationsweiterleitung“ verwendet,<sup>453</sup> die eine andere Bedeutung haben als eine „Bekanntgabe“. Selbst die weiteste Wortlautauslegung der „Bekanntgabe“ ist demnach nicht in der Lage, einen Vorgang zu umschreiben, der von jenem der Bekanntgabe vollständig abgespalten ist. Dies wird schließlich dadurch deutlich, dass eine Beschaffung oder eine Organisation einer Information unabhängig davon erfolgen kann, ob sie daran anschließend veröffentlicht wird.<sup>454</sup> Daher würde es dem in Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK verankerten Bestimmtheitsgrundsatz und dem Analogieverbot zuwiderlaufen, wenn man den Emittenten durch Art. 17 Abs. 1 MAR, der lediglich die „Bekanntgabe“ verlangt, zu weitergehenden Maßnahmen wie der Informationsbeschaffung oder -organisation verpflichten wollte.

Das Bestimmtheitsgebot und das Analogieverbot geben demnach den Ausschlag dafür, dass eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation hätte ausdrücklich in Art. 17 Abs. 1 MAR aufgenommen werden müssen, um den Emittenten zu solchen Verhaltensweisen zu verpflichten. Jedoch müsste der Emittent ebendiese Maßnahmen ausführen, wenn Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis nicht voraussetzen würde, und zwar ohne, dass sie ausdrücklich geregelt sind.

---

<sup>451</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 131.

<sup>452</sup> Vgl. etwa die französische (*rend publiques*), spanische (*hará pública*) Sprachfassung des Art. 17 Abs. 1 MAR.

<sup>453</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 119 ff.

<sup>454</sup> So unterscheidet etwa auch das BVerwG strikt zwischen einem „Informationszugangsanspruch“ und einem hiervon nicht mehr gedeckten „Informationsbeschaffungsanspruch“, BVerwG BKR 2020, 202, Rn. 7; BVerwG NVwZ 2015, 669, Rn. 37; BVerwG NJW 2013, 2538, Rn. 11.

### III. Grundsatz des *Effet Utile*

#### 1. Zum Grundsatz des *Effet Utile* „im engeren Sinne“

Einige Autoren gehen davon aus, dass der Grundsatz des *effet utile*<sup>455</sup> dazu zwingt, den Anforderungskatalog des Art. 17 Abs. 1 MAR möglichst weit zu verstehen, um die mit einer Kapitalmarktinformation verbundenen Ziele umfassend verwirklichen zu können.<sup>456</sup> Auf diese Weise lasse sich rechtfertigen, dass der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR nicht nur verpflichtet sei, solche Insiderinformationen bekanntzugeben, von denen er bereits Kenntnis habe, sondern auch solche, die er erst auffinden und organisieren müsse.

Bevor aber beurteilt werden kann, inwieweit der Grundsatz des *effet utile* eine Rolle dafür spielt, ob der Emittent im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR dazu verpflichtet werden sollte, Insiderinformationen zu beschaffen und zu organisieren, muss untersucht werden, welche Spielarten des *effet utile* dem Unionsrecht überhaupt geläufig sind. So fasst der EuGH den Grundsatz des *effet utile* teilweise lediglich als einen Mindeststandard auf, indem er von einer Auslegung des Unionsrechts verlangt, dass sie einer Vorschrift nicht „jede praktische Wirksamkeit“ nimmt.<sup>457</sup> Danach dürften unionsrechtliche Bestimmungen nicht „sinnentleert“<sup>458</sup> werden. In diesem Zusammenhang spricht der EuGH davon, dass die praktische Wirksamkeit nicht „ernsthaft gefährdet“<sup>459</sup> werden dürfe oder einer Vorschrift ein „nicht unerheblicher Teil ihrer praktischen Wirksamkeit“<sup>460</sup> verbleiben müsse. Eine solche Interpretation des *effet utile* wird auch als *effet utile* „im engeren Sinne“ verstanden.<sup>461</sup>

Unter Rekurs auf den *effet utile* im engeren Sinne könnten Pflichten des Emittenten zur Informationsbeschaffung oder -organisation nur dann in Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesen werden, wenn der Ad-Hoc-Publizität ihr Anwendungsbereich

<sup>455</sup> Zur Herleitung aus Art. 4 Abs. 3 UAbs. 2, 3 EUV vgl. *Schill/Krenn*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Recht der EU, Art. 4 EUV Rn. 93 ff.

<sup>456</sup> *Veil/Brüggermeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 17; *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 387 f.

<sup>457</sup> EuGH, Urt. v. 9.9.1999, C-102/97, ECLI:EU:C:1999:394, Rn. 43 – Kommission/Deutschland, NVwZ 1999, 1214; EuGH, Urt. v. 27.1.2005, C-15/03, ECLI:EU:C:2005:57, Rn. 38 – Kommission/Österreich, BeckRS 2005, 70083.

<sup>458</sup> EuGH, Urt. v. 11.12.2007, C-438/05, ECLI:EU:C:2007:772, Rn. 69 – Viking, EuZW 2008, 246. Ähnlich wies der EuGH darauf hin, eine Vorschrift dürfe nicht „inhaltsleer“ sein, vgl. EuGH, Urt. v. 11.2.1999, 390/95 P, ECLI:EU:C:1999:66, Rn. 67 – Antillean Rice Mills, BeckRS 2004, 76968.

<sup>459</sup> EuGH, Urt. v. 14.2.2008, C-450/06, ECLI:EU:C:2008:9, Rn. 39 – Varec, NVwZ 2008, 651.

<sup>460</sup> EuGH, Urt. v. 31.3.1998, C-68/94 und C-30/95, ECLI:EU:C:1998:148, Rn. 171 – SCPA, EuZW 1998, 299 m. Anm. *Bechtold*. Vgl. auch EuGH, Urt. v. 7.6.2007, C-50/06, ECLI:EU:C:2007:325, Rn. 35 – Kommission/Niederlande, BeckRS 2007, 70386: eine Bestimmung darf ihre praktische Wirksamkeit „im Wesentlichen“ nicht verlieren.

<sup>461</sup> *Potacs*, EuR 2009, 465, 467 f.

andernfalls praktisch vollständig entzogen wäre. In der Tat nimmt Ihrig an, dass der Normzweck des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht realisiert werden kann, wenn von dem Emittenten keine Organisationsmaßnahmen verlangt werden.<sup>462</sup> Daher würde es sich bei der Ad-Hoc-Publizität um ein „stumpfes Schwert“ handeln, wenn nur solche Insiderinformationen veröffentlichungspflichtig wären, von denen der Vorstand bereits Kenntnis habe. Vielmehr müsse der Vorstand auch dafür sorgen, dass potentielle Insiderinformationen an ihn weitergeleitet werden. Dabei beruft sich Ihrig beispielhaft auf Konstellationen, in denen ein kursrelevanter Compliance-Verstoß innerhalb des Unternehmens begangen wird oder ein Erpresserbrief bei der Poststelle des Emittenten eingeht.<sup>463</sup>

Richtig ist zwar, dass die Führungsebene von einem Compliance-Verstoß oder einem Erpresserbrief – wenn überhaupt – erst zu einem späteren Zeitpunkt Kenntnis erlangen wird als nachgeordnete Mitarbeiter des Unternehmens. Allerdings kann nicht die allgemeine These aufgestellt werden, dass die Ad-Hoc-Publizität leerlaufen würde, wenn die beiden Beispiele nicht von Art. 17 Abs. 1 MAR erfasst wären. Vielmehr müsste aufgezeigt werden, dass Art. 17 Abs. 1 MAR überhaupt keinen praktischen Anwendungsbereich mehr hätte, wenn man eine Pflicht zur Informationsbeschaffung und -organisation aus der Ad-Hoc-Publizität ausklammern würde. Hiervon kann aber bereits deshalb keine Rede sein, weil mit veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen fast ausschließlich solche Ereignisse assoziiert werden, von denen die Führungsebene ohnehin Kenntnis hat, während Compliance-Verstöße und Erpresserbriefe in den aufgeführten Konstellationen nicht auftauchen.<sup>464</sup>

Dass die Ad-Hoc-Publizität ohne eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation im Hinblick auf sämtliche Konstellationen praktisch leerlaufen würde, könnte noch mit dem Argument erwogen werden, dass sich die Führungsebene bewusst vor Insiderinformationen verschließen könnte, wenn nur solche Insiderinformationen zu veröffentlichen wären, von denen sie positive Kenntnis hat.<sup>465</sup> Wie bereits an früherer Stelle dargelegt worden ist, muss jedoch untersucht werden, ob diesem Fehlanreiz gerade dadurch zu begegnen ist, dass die Ad-Hoc-Publizität auf eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation erstreckt wird.<sup>466</sup> Zum einen ist bereits aufgezeigt worden, welche Spektren der Wissensbegriff im Unionsrecht zu erfassen in der Lage ist. Dabei wurde festgestellt, dass nicht nur solche Umstände als Wissen anzusehen sind, die sich in der aktuellen Vorstellung oder im

<sup>462</sup> Ihrig, ZHR 181 (2017), 381, 387 f.

<sup>463</sup> Zwar bezieht sich Ihrig auf Informationen, die sich bereits an irgendeiner Stelle im Unternehmen befinden. Da es hierbei aber um ein Wissenmüssen der Führungsebene geht, wird hierauf bereits an dieser Stelle, d.h. beim Wissenserfordernis, Bezug genommen. Dies ist letztlich darauf zurückzuführen, dass die Begriffe Wissen, Wissensorganisation und Wissenszurechnung ineinandergreifen, vgl. § 6.

<sup>464</sup> Vgl. bereits § 8 C. I.; J. Koch, AG 2019, 273, 285.

<sup>465</sup> Leyens, ZGR 2020, 256, 273.

<sup>466</sup> § 4 C.



Gedächtnis einer Person befinden (sog. Innumstände). Vielmehr ist auch dann von der Kenntnis einer Person auszugehen, wenn sie sich einem Umstand bewusst verschließt (sog. *blind-eye-knowledge*).<sup>467</sup> Daher führt die Erwägung, die Führungsebene könne sich vor unliebsamen Informationen abschotten, nicht dazu, dass Art. 17 Abs. 1 MAR auch eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation enthalten sollte. Diesem Einwand wird bereits durch einen Wissensbegriff Rechnung getragen, der sich auf das *blind-eye-knowledge* erstreckt. Zum anderen existieren bereits Mechanismen, die eine wirksame Organisationsstruktur von Kapitalgesellschaften ausdrücklich adressieren und zudem passgenau auf den Informationszweck und den Informationsadressaten zugeschnitten sind.<sup>468</sup> Daher ist nicht zu befürchten, dass in der Europäischen Union ein defizitärer Zustand im Hinblick auf Organisationsmaßnahmen von Unternehmen herrscht, wenn ausgerechnet Art. 17 Abs. 1 MAR auf eine Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen beschränkt bleibt, die der hierfür verantwortlichen Stelle bereits bekannt sind.<sup>469</sup> Unter Verweis auf den *effet utile* im engeren Sinne lässt sich daher unter keinem Gesichtspunkt rechtfertigen, in die Pflicht zur „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen auch die Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation hineinzu lesen.

## 2. Zum Grundsatz des *Effet Utile* „im weiteren Sinne“

Eine Pflicht zur Informationsbeschaffung oder -organisation ließe sich – wenn überhaupt – nur dann als Teil der Ad-Hoc-Publizität auffassen, wenn der Grundsatz des *effet utile* nicht als Mindeststandard, sondern als Vorgabe dafür aufgefasst wird, eine weitestgehende Wirkung einer Regelung zu erreichen. Der EuGH spricht in einer Reihe von Urteilen davon, dass die „volle Wirksamkeit“<sup>470</sup> bzw. die „volle Wirkung“<sup>471</sup> unionsrechtlicher Vorschriften gesichert werden soll. Daher lehnte er etwa im Urteil *Factortame* eine Auslegung ab, der zufolge die „volle Wirksamkeit“ des Gemeinschaftsrechts auch nur „abgeschwächt“<sup>472</sup> wäre. Der Grundsatz des *effet*

<sup>467</sup> Vgl. insb. zur praktischen Handhabung beim Aktenwissen § 6 E. II.

<sup>468</sup> Vgl. § 4 C.

<sup>469</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 284 f.

<sup>470</sup> EuGH, Urte. v. 10. 11. 1998, C-360/96, ECLI:EU:C:1998:525, Rn. 62 – BFI-Holding, BeckRS 2004, 76737. In diesem Sinne verlangte der EuGH etwa im Rahmen des Art. 51 EGV die „Herstellung größtmöglicher Freizügigkeit innerhalb der Gemeinschaft“; vgl. EuGH, Urte. v. 3. 4. 2008, C-331/06, ECLI:EU:C:2008:188, Rn. 28 – Chuck, BeckRS 2008, 70386. v. Danwitz, Verwaltungsrechtliches System, 1996, S. 145, spricht in diesem Zusammenhang von einem „effet maximal“, der vom EuGH in manchen Urteilen gefordert werde.

<sup>471</sup> Vgl. etwa EuGH, Urte. v. 9. 3. 1978, 106/77, ECLI:EU:C:1978:49, Rn. 14, 16 – Simmenthal; EuGH, Urte. v. 23. 10. 2007, C-11/06 und C-12/06, ECLI:EU:C:2007:626, Rn. 26 – Morgan; EuGH, Urte. v. 22. 5. 2008, C-499/06, ECLI:EU:C:2008:300, Rn. 31 – Nerkowska, BeckRS 2008, 70581.

<sup>472</sup> EuGH, Urte. v. 19. 6. 1990, C-213/89, ECLI:EU:C:1990:257, Rn. 21 – Factortame, NJW 1991, 2271.



*utile* in Form einer weitestgehenden Wirkung wird auch als *effet utile* „im weiteren Sinne“ bezeichnet.<sup>473</sup> Überträgt man diesen Gedanken auf Art. 17 Abs. 1 MAR, ist in der Tat nicht zu leugnen, dass der Emittent mehr Insiderinformationen veröffentlichen würde, wenn sich die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auch darauf erstrecken würde, noch unbekannte Insiderinformationen zu beschaffen und zu organisieren.

Jedoch ist auch der Einfluss des *effet utile* im weiteren Sinne nicht so eindeutig, wie er auf den ersten Blick scheinen mag. Denn bereits im Hinblick auf die Ziele der Ad-Hoc-Publizität steht noch nicht einmal fest, inwieweit diese überhaupt noch erreicht werden, wenn der Emittent einem maximalem Pflichtenkatalog ausgesetzt ist. So kann eine exzessive Ad-Hoc-Publizitätspflicht sogar Nachteile aufseiten der Anleger als derjenigen auslösen, die durch Art. 17 Abs. 1 MAR gerade geschützt werden sollen.<sup>474</sup> Daher ist schon unter diesem Gesichtspunkt fraglich, ob eine „volle Wirksamkeit“ des Art. 17 Abs. 1 MAR dadurch erreicht wird, dass der Emittent nach Insiderinformationen sucht und diese organisiert.

Des Weiteren steht jedenfalls fest, dass sich der Grundsatz des *effet utile* im weiteren Sinne nicht nur auf die Ziele des Art. 17 Abs. 1 MAR beschränkt. So fordert der *effet utile* im weiteren Sinne nicht nur die volle Wirksamkeit von Sekundärvorschriften, sondern auch die volle Wirksamkeit des unionalen Primärrechts.<sup>475</sup> Dementsprechend verlangt der Grundsatz des *effet utile*, dass diejenige Auslegung zu wählen ist, die die Vertragsziele am besten fördert und die Funktionsfähigkeit der Europäischen Union sichert.<sup>476</sup> Dabei schränkt Art. 17 Abs. 1 MAR jedenfalls die unternehmerische Freiheit des Emittenten nach Art. 16 GRCh ein,<sup>477</sup> in deren Lichte die MAR wiederum auszulegen und anzuwenden ist.<sup>478</sup> Wenn also der Pflichtenkatalog des Art. 17 Abs. 1 MAR stets so weit wie möglich ausgelegt werden würde, käme der grundrechtliche Schutz des Emittenten zu kurz. Daher ist Art. 17 Abs. 1 MAR auch vor dem Hintergrund des *effet utile* so auszulegen und anzuwenden, dass sowohl den Zielen einer Veröffentlichungspflicht als auch den grundrechtlichen Belangen des Emittenten „volle Wirksamkeit“ zukommt. In Anknüpfung daran, was bereits in § 4 B. untersucht worden ist, kann dies nur durch eine Abwägung der widerstreitenden Belange und nicht durch eine Maximalverpflichtung des Emittenten erreicht werden.

<sup>473</sup> *Potacs*, EuR 2009, 465, 467 f.

<sup>474</sup> Vgl. hierzu bereits § 4 B. II. und III.

<sup>475</sup> Vgl. EuGH, Urt. v. 3.4.2008, C-331/06, ECLI:EU:C:2008:188, Rn. 28 – Chuck, BeckRS 2008, 70386; W.-H. Roth, WRP 2013, 257; W.-H. Roth, *RebelsZ* 75 (2011), 788, 805 ff.; *Potacs*, EuR 2009, 465, 471 f.

<sup>476</sup> *Schultze*, *Europarechtliche Grenzen für die nationale Gesetzgebung*, S. 199 f. m. w. N.

<sup>477</sup> Vgl. hierzu bereits § 4 C. I.

<sup>478</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 77 MAR.

Daher zwingt die tatsächliche Durchsetzung einer Vorschrift unter Berücksichtigung des verfolgten Zwecks nicht zu einer stets extensiven Auslegung.<sup>479</sup> Ganz im Gegenteil verfehlt eine pauschal weite Interpretation eines Pflichtenkatalogs das damit verfolgte Ziel. Bestehen Pflichten niemals absolut, sondern medialisieren das Verhältnis von Prävention gesellschaftlicher Verluste und damit verbundenen Nachteilen aufseiten der Verpflichteten, wird das Ziel eines Sorgfaltsstandards, der all diesen Belangen gerecht wird, gerade dadurch verfehlt, dass die Anforderungen an den Normadressaten stets maximiert werden. Das Gebot der praktischen Wirksamkeit bezieht sich damit nicht nur auf einen herausgegriffenen Aspekt der Vorschrift, sondern auf das Gesamtbild der in ihr adressierten Interessen.<sup>480</sup> Kurz: „Das Telos dominiert, freilich nicht im Sinne der gern gezeichneten Karikatur vom alles erschlagenden *effet utile*“.<sup>481</sup>

Schließlich sind der Anwendung des *effet utile* auch durch den Wortlaut einer Vorschrift Grenzen gesetzt. So führte Generalanwalt Léger in Sachen *Schulte* aus:

Bei einem klaren Wortlaut besteht „die einzige mögliche Lösung somit darin, sich an die durch den Wortlaut der Vorschrift vorgegebene Auslegung zu halten und den Zweck zu vernachlässigen, den die Richtlinie, zu der die Vorschrift gehört, verfolgt. Es wäre mit dem Erfordernis der Rechtssicherheit nämlich nicht vereinbar, auf die teleologische Auslegung oder den Begriff „praktische Wirksamkeit“ zurückzugreifen, um einer Gemeinschaftsrechtsvorschrift aufgrund dessen, dass ihr Wortlaut nicht zur Erreichung des Zieles beiträgt,

<sup>479</sup> EuGH, Urt. v. 29.11.1956, C-8/55, ECLI:EU:C:1956:11, S. 311 – *Fédération charbonnière de Belgique*, BeckRS 2004, 73721: „Der Gerichtshof hält, ohne sich dabei an eine extensive Auslegung zu begeben, die Anwendung einer sowohl im Völkerrecht als auch im innerstaatlichen Recht allgemein anerkannten Auslegungsregel für zulässig, wonach die Vorschriften eines völkerrechtlichen Vertrages oder eines Gesetzes zugleich diejenigen Vorschriften beinhalten, bei deren Fehlen sie sinnlos wären oder nicht in vernünftiger und zweckmäßiger Weise zur Anwendung gelangen könnten“. Speziell zu Art. 17 Abs. 1 MAR vgl. J. Koch, AG 2019, 273, 285.

<sup>480</sup> So auch Potacs, EuR 2009, 465, 473 in Bezug auf den *effet utile* im weiteren Sinne: „Denn es ist durchaus vorstellbar, dass der Rechtsetzer die Wirkungen einer Vorschrift in gewissem Umfang einschränken wollte, um bestimmten anderen Aspekten Rechnung zu tragen. Ganz im Gegenteil ist eine solche vom Rechtsetzer gewollte Einschränkung gerade in komplexen Gesellschaften eher wahrscheinlich, weil bei der Normsetzung in der Regel auf ganz unterschiedliche Aspekte Bedacht genommen werden muss. Die Interpretation nach dem *effet utile* im weiteren Sinn wiegt daher im Rahmen allgemein anerkannter Auslegungsregeln nicht von vorneherein verhältnismäßig schwer. Ihr Gewicht bemisst sich vielmehr danach, inwieweit dem Rechtsetzer im jeweiligen Kontext die Bedachtnahme auf andere die Wirkkraft abschwächende Aspekte als von ihm gewollt zusinnbar ist. Die Auslegung nach dem *effet utile* im weiteren Sinn hängt daher selbst wieder von einer Interpretation ab, mit der die Reichweite der vom Gesetzgeber intendierten Wirkkraft bestimmt wird“.

<sup>481</sup> Baldus, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 3 Rn. 19. Vgl. Veil/Brügge-meier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 20 mit Fn. 44, die sich einerseits auf den *effet utile* berufen, um eine Organisationspflicht des Emittenten herzuleiten, die Organisationspflicht aber gleichzeitig auf eine Informationsweiterleitung beschränken, da eine Informationsabfrage mit zu hohem Aufwand und zu hohen Haftungsrisiken für den Emittenten verbunden wäre.

das mit der Richtlinie, zu der sie gehört, verfolgt wird, einen Sinn zu verleihen, den sie offensichtlich nicht haben kann“.<sup>482</sup>

Aus dem Bestimmtheitsgrundsatz und dem Analogieverbot nach Art. 49 Abs. 1 GRCh bzw. Art. 7 Abs. 1 EMRK hat sich ergeben, dass eine enge Wortlautauslegung dazu zwingt, Pflichten zur Informationsbeschaffung und -organisation aus der „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR auszuklammern.<sup>483</sup> Die Wortlautgrenze kann also nicht unter Rekurs auf den Grundsatz des *effet utile* überwunden werden.

## G. Entstehungsgeschichte: Gefahr der „selektiven Weitergabe“

### I. Die Ad-Hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsrichtlinie

Dass Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis des Emittenten voraussetzt, wird schließlich durch die historische Entwicklung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht bestätigt. Soweit ersichtlich, wurde ein Wissenserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR im Gesetzgebungsverfahren zu der MAR nicht diskutiert.<sup>484</sup> Gleichwohl lässt sich den früheren Gesetzesfassungen, die durch die MAR abgelöst worden sind, entnehmen, welche Anforderungen der Gesetzgeber mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten verbindet.

Bevor die Ad-Hoc-Publizität in Art. 17 MAR überführt worden ist, war sie in Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD)<sup>485</sup> geregelt und musste von den Mitgliedstaaten umgesetzt werden.<sup>486</sup> Nach Art. 6 Abs. 1 MAD hatten die Mitgliedstaaten dafür zu sorgen, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben. Abgesehen davon, dass die Mitgliedstaaten durch Art. 6 Abs. 1 MAD aufgefordert wurden, die dort getroffene Bestimmung in nationales Recht zu überführen, unterscheidet sich der Wortlaut des Art. 6 Abs. 1 MAD nicht von dem des Art. 17 Abs. 1 MAR. Wenn der Ordnungsgeber in Art. 17 Abs. 1 MAR den Wortlaut des Art. 6 Abs. 1 MAD unverändert aufgreift, liegt es also nahe, dass dem Emittenten durch Art. 17 Abs. 1 MAR keine anderen Pflichten auferlegt werden sollen als durch Art. 6 Abs. 1 MAD.

Zwar können Art. 6 Abs. 1 MAD keine weitergehenden Anhaltspunkte für ein Wissenserfordernis entnommen werden als Art. 17 Abs. 1 MAR. Jedoch geben die Erwägungsgründe zur MAD Aufschluss darüber, inwieweit die Ad-Hoc-Publizi-

<sup>482</sup> GA Léger, SchlA v. 28.9.2004, C-350/03, ECLI:EU:C:2004:568 – Schulte, Rn. 94.

<sup>483</sup> § 8 F. II.

<sup>484</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287; Gaßner, Ad-hoc-Publizität, S. 105; Neumann, Wissenszurechnung, S. 144.

<sup>485</sup> RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

<sup>486</sup> In Deutschland war Art. 6 MAD in § 15 WpHG a.F. umgesetzt.

tätspflicht mit der Kenntnis des Emittenten zusammenhängt. So wird in Erwägungsgrund Nr. 24 MAD erläutert, dass der Emittent gerade deshalb verpflichtet sein sollte, Insiderinformationen zu veröffentlichen, weil andernfalls eine „selektive Weitergabe“ von Informationen durch den Emittenten dazu führen würde, dass das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte enttäuscht würde.<sup>487</sup>

Aus Erwägungsgrund Nr. 24 MAD folgt also die Auffassung des historischen Gesetzgebers, dass nicht jedwedes Informationsdefizit auf dem Kapitalmarkt das Vertrauen der Anleger enttäuscht.<sup>488</sup> Vielmehr soll maßgeblich sein, ob der Emittent Insiderinformationen nur ausgewählten Anlegerkreisen weitergibt anstatt sie der Allgemeinheit der Investoren mitzuteilen. Diese Gefahr realisiert sich aber nicht etwa dadurch, dass der Emittent nicht nach Informationen sucht oder sie organisiert, sondern dadurch, dass er Insiderinformationen, über die er bereits verfügt, „selektiv“ weitergibt. So kann sich das Risiko, dass der Emittent Insiderinformationen nur vereinzelt, aber nicht öffentlich mitteilt, nur dann realisieren, wenn er von einer solchen Information weiß.<sup>489</sup> Umgekehrt steigt sogar das Risiko einer selektiven Weitergabe, wenn der Emittent verpflichtet wird, ihm unbekannte Insiderinformationen aufzufinden. Insofern steht Erwägungsgrund Nr. 24 MAD mit der Erkenntnis in Einklang, dass der Emittent nur deswegen zur Veröffentlichung verpflichtet werden sollte, weil eine Information ein öffentliches Gut und eine positive Externalität darstellt, die dem Emittenten den Anreiz nimmt, sie öffentlich bekanntzugeben.<sup>490</sup> Von diesem Phänomen weitaus weniger betroffen ist die Motivation des Emittenten, nach Informationen zu suchen und sie zu organisieren. Daher bedarf es diesbezüglich – wenn überhaupt – anderweitiger regulatorischer Intervention.<sup>491</sup>

Dementsprechend erläuterte die Kommission im Rahmen ihres Gesetzesvorhabens zur MAR unmissverständlich, dass der Emittent nach Art. 6 Abs. 1 MAD nur solche Insiderinformationen veröffentlichen musste, über die er bereits verfügt hatte. Wörtlich heißt es:<sup>492</sup>

---

<sup>487</sup> Erwägungsgrund Nr. 24 MAD: „Durch unverzügliche und angemessene öffentliche Bekanntgabe von Informationen wird die Integrität des Marktes gefördert. Selektive Weitergabe von Informationen durch Emittenten kann dazu führen, dass das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte schwindet“.

<sup>488</sup> So bereits § 4 B. II. 2.

<sup>489</sup> Ebenso *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 47. Vgl. zu selektiver Informationsweitergabe auch *J. Koch*, ZGR 2020, 183, 198 ff.

<sup>490</sup> Vgl. auch RegE BT-Drs. 12/6679, S. 58: „Darüber hinaus hat derjenige, der neue bedeutsame Tatsachen nach § 15 [WpHG a. F.] nicht unverzüglich mitteilt oder veröffentlicht, [...] in der Regel ein erhebliches wirtschaftliches Interesse an diesem Unterlassen“.

<sup>491</sup> Vgl. dazu eingehend § 4 C. II.

<sup>492</sup> Europäische Kommission, Commission Staff Working Paper Impact Assessment, SEC (2011) 1217, S. 11 (Hervorhebung durch Verfasser). In diesem Sinne erfolgte die Umsetzung in Dänemark: Section 5:53 des dänischen *Wet Financieel Toezicht – Wft* (Dutch Financial Supervision Act), setzte ausdrücklich die Kenntnis des Emittenten voraus, hierzu *Di Noia/Garantini*, ECFR 2012, 484, 494 mit Fn. 28.

„The MAD creates some tools to prevent and detect market abuses, like insiders’ lists, suspicious transaction reports and the disclosure of managers’ share transactions. It also obliges issuers of financial instruments traded on a regulated market to make public as soon as possible inside information *that they possess*, with limited possibilities to delay.“

## II. Fortgeltung bei der Marktmissbrauchsverordnung

Dass die Vermeidung der selektiven Weitergabe von Insiderinformationen nicht nur ein Relikt aus Zeiten der Vorgängerrichtlinie ist, sondern auch maßgebend für die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR sein sollte, zeigt sich bereits daran, dass der Pflichteninhalt der Ad-Hoc-Publizität nicht dadurch modifiziert wird, dass der inhaltsgleiche Tatbestand von einer umsetzungsbedürftigen Richtlinie in eine unmittelbar geltende Verordnung überführt wurde. Darüber hinaus greifen die auch unter Geltung der MAR wegweisenden Urteile des EuGH im Bereich der Ad-Hoc-Publizität den Aspekt der selektiven Weitergabe von Insiderinformationen durchweg auf.

In den Entscheidungen *Geltl*<sup>493</sup> und *Lafonta*<sup>494</sup> lag das Hauptaugenmerk auf der Untersuchung, ob es sich bei den infrage stehenden Umständen überhaupt um Insiderinformationen handelte. Im *Geltl*-Urteil ging es darum, ob auch Zwischenschritte in zeitlich gestreckten Vorgängen neben dem Endereignis, zu dem sie führen, ebenfalls veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen sein können.<sup>495</sup> *Lafonta* nimmt in den Blick, unter welchen Voraussetzungen eine Information als „präzise“ anzusehen ist.<sup>496</sup> Zunächst erhebt der Gerichtshof jeweils unter Verweis auf die Erwägungsgründe Nr. 2 und Nr. 12 MAD und auf die Urteile in Sachen *Spector Photo Group*<sup>497</sup> und *IMC Securities*<sup>498</sup> die Integrität der Finanzmärkte und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zum primären Zweck der Ad-Hoc-Publizität.<sup>499</sup> In Übereinstimmung mit Erwägungsgrund Nr. 24 MAD stellt er sodann die erwünschte Bekanntgabe von Insiderinformationen an die Öffentlichkeit der uner-

<sup>493</sup> EuGH, Urt. v. 28. 6. 2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, Rn. 45 – *Geltl*, NJW 2012, 2787.

<sup>494</sup> EuGH, Urt. v. 11. 3. 2015, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162 – *Lafonta*, NZG 2015, 432.

<sup>495</sup> Bejahend EuGH, Urt. v. 28. 6. 2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, Rn. 45 – *Geltl*, NJW 2012, 2787. Vgl. im Anschluss an diese Rechtsprechung nunmehr ausdrücklich Art. 7 Abs. 3, Art. 17 Abs. 4 UAbs. 2, Erwägungsgründe Nr. 16 f. MAR.

<sup>496</sup> EuGH, Urt. v. 11. 3. 2015, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162, Rn. 29 ff. – *Lafonta*, NZG 2015, 432.

<sup>497</sup> EuGH, Urt. v. 23. 12. 2009, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806 – *Spector Photo*, NZG 2010, 107.

<sup>498</sup> EuGH, Urt. v. 7. 7. 2011, C-445/09, ECLI:EU:C:2011:459 – *IMC Securities*, NZG 2011, 951.

<sup>499</sup> Vgl. insoweit auch *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 109.

wünschten, da nur „selektiven“, Weitergabe von relevanten Informationen gegenüber.<sup>500</sup>

Ausdrücklich weist die Kommission im Rahmen ihres Gesetzesvorhabens zur MAR sogar darauf hin, dass die „Pflicht zur Offenlegung von Insider-Informationen [...] den Akteuren des Emissionszertifikate-Marktes auferlegt [wird], da sie diejenigen sind, die über die einschlägigen, für ad-hoc-Meldungen oder regelmäßige Veröffentlichung geeigneten Informationen verfügen“.<sup>501</sup> Daher ist es zwar richtig, dass die Frage nach einem Wissen des Emittenten in dem Gesetzgebungsverfahren nicht für sich genommen thematisiert worden ist. Das liegt jedoch nicht daran, dass das Wissen nicht vorausgesetzt wird. Es war für den Gesetzgeber vielmehr selbstverständlich, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten nur dann entstehen kann, wenn der Emittent von einer Insiderinformation weiß.

## H. Zwischenergebnis

Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR entsteht erst, wenn der Emittent über die Insiderinformation verfügt. Dem kann nicht entgegengehalten werden, das Kenntniserfordernis sei in Art. 17 Abs. 1 MAR nicht ausdrücklich geregelt. So setzen alle anderen Veröffentlichungspflichten im dritten Kapitel der MAR die Kenntnis des Normadressaten implizit voraus, ohne dies ausdrücklich zu erwähnen. Ein Umkehrschluss aus Regelungen wie Art. 8 oder Art. 10 MAR, die das Wissen des Normadressaten ausdrücklich verlangen, ist daher nicht zwingend. Pflichten zur Informationsbeschaffung und -organisation können damit nicht bloß durch einen Verweis auf ein fehlendes Kenntniserfordernis begründet werden. Vielmehr wird die „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen von dem Gesetzgeber und von den Behörden mit Sachverhalten assoziiert, in denen der Emittent (und dort insbesondere die Führungsebene) über die Insiderinformation verfügt.

Das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ in Art. 17 Abs. 1 MAR ist vor dem Hintergrund der anderen Sprachfassungen ausschließlich als Zeitvorgabe zu verstehen: Der Emittent hat die Insiderinformation so bald wie möglich (*as soon as possible*) zu veröffentlichen. Dies bestätigt sich auch in der systematischen Gesamtschau der Veröffentlichungspflichten des dritten Kapitels der MAR. Hierdurch unterscheidet sich die „Unverzüglichkeit“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR von anderen Formulierungen wie etwa „without undue delay“ (vgl. etwa Art. 16 DSGVO), mit denen Organisationspflichten ausgedrückt werden können. Unter Rückgriff auf das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR können hingegen keine Organisa-

<sup>500</sup> EuGH, Urt. v. 28.6.2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, Rn. 34 – Geltil, NJW 2012, 2787.

<sup>501</sup> Europäische Kommission, Vorschlag für Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM (2011) 651, S. 10.

tionspflichten des Emittenten begründet werden; auch lassen sich hierdurch keine anderweitig hergeleiteten Organisationspflichten inhaltlich einschränken.

Das Tatbestandsmerkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ ist für sich genommen nicht geeignet, die Pflichten des Emittenten hinreichend zu begrenzen. So ist der Emittent nicht hinsichtlich aller Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, als *cheapest cost avoider* anzusehen. Dementsprechend verlangen auch andere Rechtsordnungen nicht nur, dass die kursrelevante Information den Emittenten unmittelbar betrifft, sondern auch, dass er von der Information weiß.

Wenn man die aufsichtsrechtliche Vorschrift des Art. 17 MAR vor dem Hintergrund verfassungsrechtlicher Vorgaben beleuchtet, ergibt sich die Voraussetzung der Kenntnis aus dem Bestimmtheitsgrundsatz und dem Analogieverbot i. S. d. Art. 7 EMRK bzw. Art. 49 GRCh. So ist der Emittent nur zu einer „Bekanntgabe“ verpflichtet, nicht aber zu einer Informationsbeschaffung oder -organisation. Jedoch müsste der Emittent Informationen beschaffen und organisieren, wenn Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis nicht voraussetzen würde, und zwar ohne, dass diese Verhaltensweisen ausdrücklich geregelt sind. Bestätigt wird das Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR sowohl durch den Grundsatz *ultra posse nemo obligatur*, wie er im Unionsrecht verstanden wird, als auch durch die Gesetzgebungsmaterialien der Kommission.

Im Einklang mit dem Verständnis von Wissen als möglichem Bezugspunkt für eine Zurechnung, ist mit einem Kenntniserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR im Ausgangspunkt gemeint, dass zumindest irgendeine Person im Unternehmen die infrage stehende Information kennt. Zumindest für irgendeinen Mitarbeiter des Emittenten muss das kursrelevante Ereignis also ein Innumstand (Vorstellungs- und Gedächtnisumstand) oder ein *blind-eye-knowledge* sein, damit die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entsteht. Dagegen bietet ein Wissenmüssen oder -können von Mitarbeitern – insbesondere auch von Mitgliedern der Führungsebene – insoweit keinen tauglichen Anknüpfungspunkt für eine Zurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR. Denn hierbei würde es sich um eine Zurechnung von Wissenmüssen oder -können (Verhaltenszurechnung) und nicht mehr um eine Wissenszurechnung handeln.

## § 9 Keine Anwendung von Wissensorganisationspflichten

### A. Einordnung

Es hat sich herausgestellt, dass die Kenntnis des Emittenten ein Tatbestandsmerkmal des Art. 17 Abs. 1 MAR ist. Damit ist aber noch nichts darüber gesagt, wie mit einem Kenntniserfordernis im Zusammenhang mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht umzugehen ist. Da es sich bei einem Emittenten um eine arbeitsteilige Organisation handelt, stellt sich insbesondere die Frage, ob die Voraussetzung des

Wissens mit Wissensorganisationspflichten ausgefüllt und damit auf ein Wissenmüssen erweitert werden sollte.<sup>502</sup> In der Tat werden Wissensorganisationspflichten von juristischen Personen unter Verweis auf die Rechtsprechung des BGH als „allgemeine Maßstäbe“ oder „Grundsätze“ der Wissenszurechnung betitelt und sollen nach einigen Stimmen auch im Kontext des Art. 17 Abs. 1 MAR anzuwenden sein.<sup>503</sup>

Da es sich um eine Rechtsfortbildung handelt, wenn die Voraussetzung des Wissens unter Verweis auf Wissensorganisationspflichten auf ein Wissenmüssen erweitert wird,<sup>504</sup> müssen zwingende Gründe vorgebracht werden, die eine solche Rechtsfortbildung in der konkret betrachteten Konstellation rechtfertigen. Denn dadurch, dass der Wissensbegriff unter Rückgriff auf Wissensorganisationspflichten auf ein Wissenmüssen erweitert wird, werden die Voraussetzungen für eine Zurechnung von Wissen weniger relevant. Dies führt dazu, dass die Zurechnung von Wissen – die gerade deshalb erforderlich ist, weil eine Person etwas weiß, die Rechtsfolgen aber eine andere unwissende Person treffen sollen – ihre Abschirmungsfunktion zugunsten der unwissenden Person verliert.<sup>505</sup>

Statt eines Generalverweises auf vermeintlich bestehende Wissensorganisationspflichten bedarf es daher zwingender Gründe, die dafür sprechen, dass gerade die Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR mit Wissensorganisationspflichten des Emittenten verbunden werden sollte. Sind die Erwägungen, aus denen die Wissensorganisationspflichten heraus entwickelt worden sind, nicht auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragbar, entfällt die Rechtfertigung für eine den Emittenten belastende Rechtsfortbildung.

## B. Aussagegehalt der Erwägungen zum Wissenserfordernis

Auch wenn die Wissensorganisation bislang nicht explizit behandelt worden ist, haben die Überlegungen, die in dem vorangegangenen Kapitel angestellt worden sind, ein Stück weit vorgezeichnet, wie im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR mit einer Wissensorganisationspflicht umzugehen ist.

Der Bestimmtheitsgrundsatz und das Analogieverbot nach Art. 7 EMRK und Art. 49 GRCh gebieten, die Pflicht zur „Bekanntgabe“ eng auszulegen, um eine einheitliche Rechtsanwendung zu gewährleisten und dem Adressaten einer Vor-

<sup>502</sup> So etwa *Bertus*, Emittentenhaftung, S. 56.

<sup>503</sup> *Ihrig/Schäfer*, in: *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, § 24 Rn. 709b; *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 113; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17; jeweils unter Verweis auf BGHZ 109, 327, 331; 132, 30, 35.

<sup>504</sup> Vgl. § 6 D. III.

<sup>505</sup> Vgl. § 6 B. II. Vgl. zur Haftungsausweitung durch Wissensorganisationspflichten auch *Risse*, NZG 2020, 856, 858.



schrift normwidriges Verhalten voraussehbar zu machen.<sup>506</sup> Daher liegt es nahe, nicht nur die Informationsbeschaffung von außen, sondern auch die interne Wissensorganisation in Form der Speicherung, Abfrage und Weiterleitung von kursrelevanten Umständen ebenfalls aus der „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen auszusparen. So bestätigen Art. 16 MiFID II, Art. 21 ff. DelVO (EU) 565/2017, Art. 76 ff. CRD IV und Art. 9 Abs. 1 lit. a, Art. 16, Art. 18 MAR, dass der Verordnungsgeber Organisationspflichten im Einklang mit den Präzisionsanforderungen des Bestimmtheitsgrundsatzes weitaus detaillierter ausdrückt als durch einen bloßen Verweis auf eine „Bekanntgabe“ von Informationen.

Zudem hat sich herausgestellt, dass der *Ultra-Posse*-Grundsatz, wie er von dem EuGH verstanden wird, stets in Bezug auf die normierte Pflicht, das heißt vorliegend in Bezug auf die „Bekanntgabe“, anzuwenden ist.<sup>507</sup> Daher kann ein Emittent dieser Pflicht auch dann nicht vollumfänglich nachkommen, wenn sich die Insiderinformation zwar an irgendeiner, nicht aber an der für ihre Veröffentlichung zuständigen Stelle im Unternehmen befindet. Daher würden die Maßnahmen der Speicherung, Abfrage und Weiterleitung den Emittenten in einem Zeitpunkt treffen, in dem es ihm nicht möglich ist, die Insiderinformation „bekanntzugeben“.

Schließlich lassen die Erkenntnisse, die aus dem Merkmal der „Unverzüglichkeit“ gewonnen worden sind,<sup>508</sup> ebenfalls keinen Raum für eine Wissensorganisationspflicht des Emittenten. Denn der europäische Gesetzgeber scheint eine Unternehmens-Compliance nicht mit dem Begriff der „Unverzüglichkeit“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR zu verbinden. Trotz dieser ersten Anhaltspunkte sollen im Folgenden weitere Gesichtspunkte untersucht werden, die für oder gegen eine Wissensorganisationspflicht im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR sprechen.

## C. Entstehungskontext

### I. Die Leitentscheidungen

Zunächst lohnt sich ein Blick darauf, in welchem Kontext Wissensorganisationsanforderungen gegenüber juristischen Personen überhaupt entstanden sind.<sup>509</sup> In der ersten Entscheidung des BGH, auf die stets verwiesen wird, wenn von Wissensorganisationspflichten die Rede ist, ging es darum, ob eine Gemeinde arglistig i. S. d. § 463 Satz 2 i. V. m. § 476 BGB a. F. (jetzt § 444 Alt. 1 BGB) handelte, als sie dem Käufer einen Mangel an einem von ihr verkauften Grundstück verschwieg.<sup>510</sup> Nach Ansicht des BGH ist hierzu das Wissen eines vertretungsberechtigten Or-

<sup>506</sup> § 8 F. II.

<sup>507</sup> § 8 F. I.

<sup>508</sup> § 8 D.

<sup>509</sup> Eingehend zur Historie *Breuer*, Wissen, S. 100 ff.

<sup>510</sup> BGHZ 109, 327.

ganmitglieds maßgeblich, auch wenn das Organmitglied nicht selbst an dem Rechtsgeschäft mitgewirkt hat. Die Zurechnung komme selbst dann in Betracht, wenn dieser Organvertreter von dem Rechtsgeschäft nichts wisse oder sogar schon aus dem Amt ausgeschieden sei.<sup>511</sup> Insoweit erstreckt der BGH die Wissenszurechnung auf bestimmte Formen der Wissenmüssenzurechnung.<sup>512</sup>

Noch weiter wird der Wissensbegriff bei juristischen Personen in einem Urteil des BGH ausgedehnt, in dem es wieder um die Frage ging, ob eine juristische Person nach § 463 Satz 2 i. V. m. § 476 BGB a. F. (jetzt § 444 Alt. 1 BGB) einen Mangel arglistig verschwiegen hat.<sup>513</sup> Dort führte der BGH aus, dass es im Kontext der Arglist von juristischen Personen nicht auf die eigenverantwortliche Erledigung von Aufgaben durch bestimmte Mitarbeiter, sondern auf die Verfügbarkeit derjenigen Informationen ankommt, die „typischerweise aktenmäßig festgehalten werden“. Die Verantwortung für das einmal erlangte Wissen schließe die Verpflichtung ein, seine Verfügbarkeit zu organisieren. Komme die juristische Person dieser Rechtspflicht nicht nach, müsse sie sich materiell-rechtlich so behandeln lassen, als kenne sie die Information.<sup>514</sup>

## II. Rechtsgeschäftlicher Kontext

In beiden skizzierten Fällen handelt es sich um eine dem Zivilrecht unterliegende Vertragsbeziehung, in der die juristische Person zu ihren Gunsten einen Mängelgewährleistungsausschluss mit ihrem Vertragspartner vereinbart. Auf diesen kann sie sich nicht berufen, wenn die Voraussetzungen des § 476 BGB a. F. (jetzt § 444 Alt. 1 BGB) erfüllt sind, das heißt, wenn ihr Arglist vorzuwerfen ist.

Daraus folgt zunächst, dass Wissensorganisationsanforderungen in erster Linie in rechtsgeschäftliche Verflechtungen Eingang gefunden haben. Dadurch sollte den Vertragsparteien nämlich das Risiko im Zusammenhang mit Grundstückskäufen adäquat zugeordnet werden.<sup>515</sup> Einhergehend mit der ausschließlich rechtsgeschäftlichen Ausrichtung hat sich die Pflicht zu einer ordnungsgemäßen Wissensorganisation insbesondere im Bereich der Anlageberatung etabliert.<sup>516</sup> So müsse eine

<sup>511</sup> BGHZ 109, 327, Ls. 1.

<sup>512</sup> So ist eine Wissensorganisation keine Zurechnung von Wissen, sondern von Verhalten, vgl. § 6 D.

<sup>513</sup> BGHZ 132, 30.

<sup>514</sup> BGHZ 132, 30, 35.

<sup>515</sup> BGHZ 132, 30, 35; gegen die Anwendung im Strafrecht *J. Eisele*, ZStW 116 (2004), 15, 28 f.; gegen die Anwendung im Ordnungswidrigkeitenrecht *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1428; gegen die Anwendung im Unionsrecht *Engels*, Unternehmensvorsatz und Unternehmensfahrlässigkeit, S. 135 f.

<sup>516</sup> BGH NJW 2009, 2298, Rn. 14; BGHZ 135, 202, 205; OLG München, Urt. v. 8.2.2010 – 17 U 3816/09, juris Rn. 33; OLG Stuttgart, Urt. v. 16.3.2011 – 9 U 129/10, Rn. 16, BKR 2011, 250; OLG Frankfurt, Urt. v. 19.6.2013 – 17 U 103/12, juris Rn. 68; OLG Karlsruhe, Urt. v.

Bank ihren Geschäftsbetrieb zum Schutz des Rechtsverkehrs so organisieren, dass bei ihr vorhandenes Wissen den Mitarbeitern, die für die betreffenden Geschäftsvorgänge zuständig seien, zur Verfügung stehe und von diesen auch genutzt werde.<sup>517</sup> Andernfalls treffe sie ein Organisationsverschulden, das zu einer Schadensersatzpflicht führe.<sup>518</sup> Hingegen blieben Wissensorganisationsvorgaben unberücksichtigt, wenn es etwa darum ging, einer juristischen Person Wissen im Zusammenhang mit der deliktsrechtlichen Verjährungsvorschrift des § 852 BGB a.F. zuzurechnen.<sup>519</sup> Auch lehnte der BGH es ab, den Gedanken der Wissensorganisation auf die deliktische Haftung nach § 826 BGB zu übertragen.<sup>520</sup>

Werden einer juristischen Person Wissensorganisationspflichten bereits im Zivilrecht nicht einheitlich auferlegt, liegt es fern, solche Verhaltensanforderungen auf dem Gebiet des hier primär relevanten Sanktionsrechts (vgl. Art. 30 MAR) herzu-leiten. Denn die Eingriffsverwaltung des Aufsichtsrechts orientiert sich in höherem Maße an den verfassungsrechtlich verankerten Belangen des Normadressaten (hier insbesondere an Art. 16 GRCh) als das Zivilrecht, das von einem Ausgleich der Interessen sowohl der Verpflichteten als auch der Begünstigten gleichermaßen geleitet ist. Im Hinblick auf die verfassungsrechtlichen Bindungen hat sich der Kenntnisbegriff im Aufsichtsrecht an der tatrelevanten Faktenkenntnis zu orientieren.<sup>521</sup> Dagegen spielen Erwägungen, wann es praktisch und billig ist, dass ein Unternehmen tatrelevante Kenntnis hat, keine Rolle.<sup>522</sup>

---

30. 12. 2014 – 9a U 12/14, Rn. 34, BeckRS 2015, 8433; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Erster Teil, Rn. 106, der entsprechend der vertraglichen Ausrichtung auf die „ratio legis von § 278 BGB“ abstellt. Vgl. zu Wissensorganisationspflichten im Insolvenzrecht BGH NJW-RR 2006, 771, Rn. 13 f.; BGH NZI 2009, 680, Rn. 16 f.; BGHZ 190, 201, Rn. 16, 18; hierzu eingehend *Harke*, Wissen und Wissensnormen, S. 24 ff.

<sup>517</sup> BGH NJW 2009, 2298, Rn. 14.

<sup>518</sup> BGH NJW 2009, 2298, Rn. 17. Bereits hiermit geht eine gewisse Intensivierung der Wissensorganisationsanforderungen einher, da es sich bei der Wissensorganisation nunmehr um eine echte Rechtspflicht handeln soll, vgl. auch *Risse*, NZG 2020, 856, 863 f. Dagegen ging es bei der Wissensorganisation ursprünglich um Wissensorganisationsobliegenheiten, vgl. BGHZ 132, 30; BGHZ 109, 327; ausdrücklich BGHZ 174, 32, Rn. 17: Diese Organisationspflicht ist keine vertragliche Verbindlichkeit gegenüber dem Besteller, sondern eine Obliegenheit des Unternehmers. Vgl. auch *Buck-Heeb*, BKR 2011, 441, 448 f.; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Erster Teil, Rn. 106; *Engelhardt*, Wissensverschulden, S. 60 ff.; *Hacker*, RW 2018, 243, 268; *C. Lehmann*, DStR 1995, 1027, 1029; *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4 ff.; *Taupitz*, Karlsruher Forum 1994, S. 16 ff.

<sup>519</sup> BGH NJW 2012, 1789, Rn. 13; BGH VersR 2001, 863, 864 f.; BGH NJW 1992, 1755, 1756.

<sup>520</sup> BGH NJW 2017, 250, Rn. 16, 21; BGH NZG 2016, 1346, Rn. 23; BGH BeckRS 2016, 17389, Rn. 24; zustimmend *Spindler*, in: BeckOGK-BGB, § 826 Rn. 24; vgl. kürzlich auch BGH NJW 2020, 1962, Rn. 29 ff., wo Wissensorganisationspflichten im Kontext des § 826 BGB ebenfalls nicht thematisiert worden sind. Nochmals bestätigt BGH NJW 2021, 1669, Rn. 23.

<sup>521</sup> *Engels*, Unternehmensvorsatz und Unternehmensfahrlässigkeit, S. 135 f.

<sup>522</sup> *Engels*, Unternehmensvorsatz und Unternehmensfahrlässigkeit, S. 135 f.

So widerspricht es insbesondere dem für das Sanktionsrecht maßgeblichen Analogieverbot, vorhandenes Wissen mit Wissensorganisationspflichten gleichzusetzen. Denn verpflichtet man den Emittenten im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR zur Wissensorganisation, liest man in die Pflicht zur „Bekanntgabe“ Verhaltensweisen wie die Informationsspeicherung, Informationsabfrage und Informationsweiterleitung hinein. Diese Verhaltensweisen gehen über das hinaus, was dem Wortlaut der „Bekanntgabe“ selbst infolge einer extensiven Auslegung entnommen werden kann. Daher folgt aus dem Analogieverbot nach Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK nicht nur, dass die „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis des Emittenten voraussetzt.<sup>523</sup> Vielmehr gibt das Analogieverbot auch vor, dass ein Wissen nicht in Wissensorganisationspflichten verwandelt werden darf – Wissensorganisationspflichten beruhen vielmehr selbst auf einer „freien Rechtsschöpfung“.<sup>524</sup> Andernfalls würde das in der Wortlautgrenze enthaltene Schutzanliegen des Sanktionsrechts unterlaufen. Damit zeigt bereits der Kontext, auf den Wissensorganisationspflichten beschränkt worden sind, dass von „allgemeinen Grundsätzen der Wissenszurechnung“ nicht die Rede sein kann.

### III. Rechtfertigungsbedürftige Erweiterungstendenzen

Bei alledem bestehen in der Literatur Tendenzen, Wissensorganisationspflichten auch im außervertraglichen Bereich anzuwenden.<sup>525</sup> So begründet etwa Wagner im Rahmen des § 826 BGB Wissensorganisationspflichten damit, dass die juristische Person in Bezug auf subjektive Tatbestandsmerkmale wie Kenntnis, Arglist und Vorsatz nicht besser stehen darf als eine natürliche Person.<sup>526</sup> Auch Harke leitet deliktische Wissensorganisationspflichten aus dem Grundgedanken des § 831 BGB her.<sup>527</sup> Ebenso nimmt Köndgen Wissensorganisationspflichten im deliktischen Bereich an, wenn die juristische Person Adressat einer Verkehrspflicht ist.<sup>528</sup> Zumal Wissensorganisationspflichten sogar mit Verkehrspflichten begründet werden,<sup>529</sup> erscheint ihre Übertragung auf den außervertraglichen Rechtsverkehr nicht von vornherein ausgeschlossen. Schließlich soll der Gedanke der Wissensorganisation nach einigen Stimmen auch Eingang in die Ad-Hoc-Publizitätspflicht von Emittenten finden.<sup>530</sup>

<sup>523</sup> Vgl. § 8 F. II.

<sup>524</sup> Risse, NZG 2020, 856, 861; s. auch Fietz, Wissenszurechnung, S. 149 ff.

<sup>525</sup> Vgl. hierzu Breuer, Wissen, S. 115 ff.; Fietz, Wissenszurechnung, S. 163 ff. Seidel, AG 2019, 492, 498 ff.

<sup>526</sup> Wagner, in: MüKo-BGB, § 826 Rn. 40; Wagner, JZ 2017, 522, 525.

<sup>527</sup> Harke, Wissen und Wissensnormen, S. 87 ff.

<sup>528</sup> Köndgen, BKR 2009, 376, 377.

<sup>529</sup> Habersack/Foerster, in: GK-AktG, § 78 Rn. 41.

<sup>530</sup> Gaßner, Ad-hoc-Publizität, S. 166 f., S. 173 ff.; Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 105 ff.; Klöhn, NZG 2017, 1285, 1288 ff.; Nietsch, ZIP 2018, 1421, 1427; Kumpian/Mist-

Wie die Ausführungen von Wagner (Gleichstellung von juristischer und natürlicher Person), Harke (Gedanke des § 831 BGB) und Köndgen (deliktische Verkehrspflichten) zeigen, bedarf es stets einer Rechtfertigung, um einer juristischen Person Wissensorganisationspflichten aufzuerlegen. Eine solche Rechtfertigung muss jedenfalls über einen bloßen Verweis auf die Leitentscheidungen des BGH zu Wissensorganisationspflichten im vertraglichen Kontext hinausreichen.<sup>531</sup> Denn im außervertraglichen Bereich droht stets eine unzumutbare Haftungsüberflutung für den Normadressaten, da der Haftungsradius nicht auf solche Personen beschränkt ist, mit denen die juristische Person in einer Vertragsbeziehung steht (*floodgates argument*).<sup>532</sup> Daher soll im Folgenden untersucht werden, inwieweit die Erwägungen, die für Wissensorganisationspflichten angeführt werden, auf die Ad-Hoc-Publizitätspflicht eines Emittenten übertragen werden können.

## D. Fehlende Übertragbarkeit der Begründungsmuster

### I. Vertrauens- und Verkehrsschutz

Um bei arbeitsteilig organisierten Unternehmungen die Voraussetzung des Wissens auf Wissensorganisationspflichten zu erweitern, wird unter anderem auf Gesichtspunkte des Vertrauens- und Verkehrsschutzes abgestellt.<sup>533</sup> Nach dem BGH ergebe sich die Kenntnis der juristischen Person daraus, dass ihr das Aktenwissen zur Verfügung stehe und entsprechend normativen Verkehrsschutzanforderungen zu verlangen sei, dass das Wissen verfügbar gemacht und erhalten werde.<sup>534</sup> Allerdings wird der Vertrauens- und Verkehrsschutz ausschließlich im rechtsgeschäftlichen Bereich angeführt, um Wissensorganisationspflichten einer juristischen Person zu begründen.<sup>535</sup> Und selbst in diesem Zusammenhang ist das Begründungsmuster des Vertrauens- und Verkehrsschutzes weitreichender Kritik ausgesetzt, da es keine

---

erek, ZBB 2020, 10, 16; Kumpan/Grütze, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 (EU) VO Nr. 596/2014 Rn. 86 ff.; Sajnovits, WM 2016, 765 ff.; Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 20 mit Fn. 44.

<sup>531</sup> S. auch Maier-Reimer, in: Erman, BGB, § 166 Rn. 32.

<sup>532</sup> Vgl. Boom, in: Boom/Koziol/Witting, Tort and Insurance Law, S. 1 ff., insb. S. 33 f. Hierzu bereits § 4 B. I. 3.

<sup>533</sup> Baum, Die Wissenszurechnung, S. 210 ff.; Baumann, ZGR 1973, 284, 294 f.; Faßbender, Innerbetriebliches Wissen, S. 132 ff.; Grunewald, in: FS Beusch, S. 301, 304; Taupitz, in: FS E. Lorenz, S. 673, 683; Taupitz, Karlsruher Forum 1994, S. 16, 26 („berechtigte Erwartungen Dritter“); Taupitz, JZ 1996, 734, 735.

<sup>534</sup> BGHZ 109, 327, 332; 132, 30, 35.

<sup>535</sup> Baum, Die Wissenszurechnung, S. 223 f.; Koller, JZ 1998, 75, 80. Vgl. insb. Medicus, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 8 f. für den Bereich des Deliktsrechts: Es gehe nicht um Verkehrsschutz, sondern um „Unrechtsverkehr“.

präzise Anleitung dafür bietet, inwieweit einer juristischen Person Wissensorganisationspflichten auferlegt werden sollten.<sup>536</sup>

Jedenfalls aber kann der Vertrauens- und Verkehrsschutz im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR keine Rolle spielen.<sup>537</sup> Denn eine hieraus erwachsende Schutzwürdigkeit kann sich nur an der zu erfüllenden Pflicht orientieren. Nur diesbezüglich kann sich ein bestimmtes Vertrauen oder ein konkreter Verkehrsschutzmechanismus entwickeln. Da es aber nur einer juristischen Person möglich ist, der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nachzukommen (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR), beziehen sich das Vertrauen und der Verkehrsschutz von vornherein nur darauf, dass die Pflicht zur „Bekanntgabe“ durch eine arbeitsteilige Organisation erfüllt wird. Daher wird auch kein Vertrauen enttäuscht, wenn eine juristische statt einer natürlichen Person im Rechtsverkehr auftritt. Insoweit ist es also nicht gerechtfertigt, den Wissensbegriff durch eine Rechtsfortbildung zu erweitern.

## II. Prinzip der Risikozuweisung

Ein weiteres Begründungsmuster für Wissensorganisationspflichten ist das sog. Prinzip der Risikozuweisung. Hierbei wird eine Risikoverteilung zu Lasten der juristischen Person vorgenommen, weil sie infolge ihrer arbeitsteilig organisierten Teilnahme am Rechtsverkehr das Risiko erhöhe, dass sich andere Teilnehmer nicht auf die positive Kenntnis der juristischen Person berufen können. Daher soll die Gesellschaft selbst und nicht der Rechtsverkehr das Risiko ihrer Wissensaufspaltung tragen, wenn die Gesellschaft die Umstände, die jedenfalls ein Wissenmüssen begründen, zumindest erkennen konnte.<sup>538</sup> Denn dem Rechtsgedanken des § 166 BGB zufolge bestehe der maßgebliche Wertungsgesichtspunkt in der Zuweisung eines Risikos, das der Vertretene dadurch schaffe, dass er eine andere Person einschalte, um eigene Angelegenheiten erledigen zu lassen.<sup>539</sup>

Möchte man diese Erwägung universell in Ansatz bringen, springt gleich ins Auge, dass § 166 BGB ausschließlich auf Vertretungsverhältnisse Anwendung findet, die dem rechtsgeschäftlichen Spektrum zuzuordnen sind.<sup>540</sup> Über diesen Einwand mag man noch mit dem Argument hinwegkommen, § 166 BGB sei nur die vereinzelte Kodifikation der dadurch zum Ausdruck kommenden Interessenbewertung jedweder Konstellationen, in der jemand seinen Wirkungsradius dadurch erweitere, dass er einen anderen statt seiner damit betraut, bestimmte Verhaltensweisen

---

<sup>536</sup> Seidel, AG 2019, 492, 494 m. w. N.

<sup>537</sup> A. A. Gaßner, Ad-hc-Publizität, S. 169 f.

<sup>538</sup> Bohrer, Die Haftung des Dispositionsgaranten, S. 312 f.; Müller-Erzbach, AcP 106 (1910), 309, 343 ff., 347 ff.

<sup>539</sup> Waltermann, AcP 192 (1992), 181, 197.

<sup>540</sup> Spindler, ZHR 181 (2017), 311, 314.

für ihn auszuführen.<sup>541</sup> Zudem ließe sich bei juristischen Personen auch an § 31 BGB anknüpfen, der auch im außervertraglichen Bereich angewandt wird.<sup>542</sup>

Unabhängig von dem Kontext, in dem jemand seinen Wirkungsradius erweitert, handelt es sich stets um eine Risikozuweisung kraft Risikoerhöhung, die daraus resultiert, dass *statt* einer Einzelperson eine arbeitsteilig organisierte Unternehmung auftritt. Die Erwägung stützt sich darauf, dass Vorschriften, die sowohl an natürliche als auch juristische Personen gerichtet sind, in ihrer Grundkonzeption nur das Wissensrisiko eines denkenden und vergessenden Rechtssubjekts adressieren. So können etwa von der Rechtsfolge des § 444 BGB sowohl juristische als auch natürliche Personen betroffen sein. Nur dadurch eröffnet sich für eine arbeitsteilig organisierte Unternehmung die Möglichkeit, der Unwirksamkeit ihres Gewährleistungsausschlusses zu entgehen, indem sie ihr Wissen bruchteilhaft in der Organisation verteilt. Auf diese Weise erhöht eine juristische Person das Risiko für den Vertragspartner, die Rechtsfolge des § 444 BGB nicht für sich in Anspruch nehmen zu können. Daher bedarf es in einer solchen Konstellation einer Rechtsfortbildung, die das in der Vorschrift nicht eingepreiste Risiko der Arbeitsteilung dadurch aufhängt, dass an Unternehmen erhöhte Anforderungen in Form einer Wissensorganisation aufgestellt werden.

Diese Erwägung kann aber nicht bei Vorschriften in Ansatz gebracht werden, die ausschließlich juristische Personen adressieren und damit natürliche Personen von vornherein von ihrem Anwendungsbereich ausklammern. Können die Rechtsfolgen einer Regelung schon keine natürliche Person treffen, ist es für eine juristische Person nicht möglich, das Risiko dadurch zu steigern, dass sie sich arbeitsteilig organisiert. Vielmehr schafft sie umgekehrt erst die Möglichkeit etwaiger Rechtsfolgen gegen sie, indem sie als juristische Person am Rechtsverkehr teilnimmt und damit erst als Normadressat der entsprechenden Regelung in Betracht kommt.<sup>543</sup> Denn die Steigerung eines Risikos derart, dass unternehmensinterne Prozesse auf mehrere Personen aufgeteilt werden, setzt voraus, dass es auch einen Zustand gibt, in dem nur eine natürliche Person am Rechtsverkehr teilnimmt. Nur dann können beide Situationen miteinander verglichen werden und zu der Erkenntnis führen, dass das Risiko in der einen Konstellation infolge eines Übergangs in die andere Konstellation erhöht wird.

Können Informationen aber nur insoweit kursrelevant sein, als sie von einer juristischen Person emittierte Wertpapiere betreffen, statuiert Art. 17 Abs. 1 MAR keine Jedermannspflicht, sondern eine solche, die ausschließlich von dem Emittenten erfüllt werden kann, vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR. Der Gedanke einer Risikoerhöhung infolge der Arbeitsteilung innerhalb einer juristischen Person ist damit schon deshalb nicht auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragbar, da es bereits an einem

<sup>541</sup> Waltermann, AcP 192 (1992), 181, 197.

<sup>542</sup> BGHZ 109, 327, 330 ff.; 41, 282, 287; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 285 ff.; Schürnbrand, Organshaft, S. 27; Habersack/Foerster, in: GK-AktG, § 78 Rn. 38.

<sup>543</sup> So auch Thomale, Der gespaltene Emittent, S. 57.

ursprünglichen Risiko ohne eine juristische Person fehlt. Um den Wissensbegriff des Art. 17 Abs. 1 MAR auf Wissensorganisationspflichten auszuweiten, kann auch nicht der Umstand angeführt werden, der Emittent schaffe ein zusätzliches Risiko, indem er überhaupt am Kapitalmarkt teilnimmt. Indem der Verordnungsgeber die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nämlich nur juristischen Person auferlegt, adressiert er das Risiko der Arbeitsteilung – anders als im Fall von Jedermannsvorschriften – bereits mit der normativen Konkretisierung der emittentenspezifischen Pflicht. Daher bedarf es keiner zusätzlichen Ausweitung infolge einer Rechtsfortbildung.

### III. Gleichstellungsargument und Einheit der juristischen Person

Da Art. 17 Abs. 1 MAR ausschließlich von einer juristischen Person erfüllt werden kann, versagt auch das sog. Gleichstellungsargument,<sup>544</sup> das den Grundpfeiler der Lehre von den Wissensorganisationspflichten bildet.<sup>545</sup> Danach müssen arbeitsteilige Organisationen und Einzelpersonen grundsätzlich gleich behandelt werden.<sup>546</sup> Eine juristische Person soll nicht Rechtsfolgen entgehen können, indem sie Informationen auf verschiedene Wissensträger verteilt.<sup>547</sup> Daher sei die Kenntnis einer juristischen Person auch auf solche Ereignisse zu erweitern, von denen sie allenfalls nur wissen müsse.<sup>548</sup> Gleichfalls knüpft die Idee der juristischen Person als Einheit daran an, dass größere Organisationen durch eine Wissensaufteilung nicht privilegiert werden dürfen.<sup>549</sup>

Jedoch bereitet es schon generell Schwierigkeiten, den Gleichstellungsgedanken dafür fruchtbar zu machen, um das Wissen einer juristischen Person herzuweisen.<sup>550</sup> So fordert eine Gleichbehandlung zugleich, dass die juristische Person nicht besser und auch nicht schlechter gestellt werden soll.<sup>551</sup> Es reicht demnach nicht aus, das Wissenmüssen einer juristischen Person wie ihr Wissen zu behandeln. Vielmehr ist

<sup>544</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 278; Klöhn, NZG 2017, 1285, 1289; Sajnovits, WM 2016, 765, 768.

<sup>545</sup> Medicus, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 15: „mehrfach mit Beifall bedacht“. S. auch J. Koch, AG 2019, 273, 278: „Wertungskern nationaler Wissenszurechnung“.

<sup>546</sup> BGHZ 109, 327, 332; Medicus, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 11 ff.; ausführlich und zugleich kritisch Koller, JZ 1998, 75, 77 ff.

<sup>547</sup> BGHZ 132, 30, 36 f.

<sup>548</sup> Vgl. zu diesem Gleichstellungsgedanken BGHZ 109, 327, 332; 117, 104, 108; 132, 30, 35, 37; 135, 202, 205; vgl. aus dem Schrifttum statt vieler Grunewald, in: FS Beusch, S. 301, 304 ff.; s. zur Kritik aber etwa auch aus neuerer Zeit Grigoleit, ZHR 181 (2017), 160, 189 ff.; Spindler, ZHR 181 (2017), 311, 315 ff.

<sup>549</sup> Canaris, Bankvertragsrecht, Erster Teil, Rn. 106; ablehnend Buck, Wissen und juristische Person, S. 323 f.

<sup>550</sup> Hierzu eingehend Spindler, ZHR 181 (2017), 311, 316 f.; vgl. auch Breuer, Wissen, S. 122 f.

<sup>551</sup> BGHZ 204, 30, Rn. 25; kritisch deshalb Messer, in: Hadding/Hopt/Schimanky, Bankrechtstag 1992, S. 73, 84 f.



gleichzeitig darauf zu achten, dass die natürliche Person nicht besser gestellt wird, indem der juristischen Person Wissensorganisationspflichten auferlegt werden. Da die Voraussetzungen für eine Gleichstellung nicht näher präzisiert sind, ist es daher sogar möglich, unter Verweis auf das Gleichstellungsargument, zu jeweils gegen- teiligen Ergebnissen zu gelangen:<sup>552</sup> Die Begründung für Wissensorganisations- pflichten nach dem Gleichstellungsargument hängt nämlich davon ab, ob man der Ansicht ist, dass die natürliche Person besser steht (dann keine Organisationsan- forderungen) oder die juristische Person besser steht (dann Organisationsanfor- derungen). Gerade im Falle einer rein zweckorientierten Ausweitung von Organisa- tionspflichten zum Schutze des Kapitalmarkts besteht die Gefahr, die Schranke der Gleichstellung zu überdehnen und juristische Personen unverhältnismäßig zu be- nachteiligen.

Jedenfalls ist im Rahmen von Vorschriften wie Art. 17 Abs. 1 MAR, die von vornherein nur auf juristische Personen zugeschnitten sind, kein Raum für eine Ausweitung des Wissensbegriffs unter Rückgriff auf das Gleichstellungsprinzip.<sup>553</sup> Dies wird deutlich, wenn man den Gleichstellungsgedanken in dem Zusammenhang erläutert, in dem er entwickelt worden ist. Geht man nämlich davon aus, dass ein Käufer bei einem Kaufvertrag mit einer Organisation schlechter stünde, als wenn er von einer natürlichen Person gekauft hätte und bezeichnet dies als „verkehrsfeind- lich“ und „ungerecht“,<sup>554</sup> setzt man implizit voraus, dass der Kaufvertrag im „ge- rechten“ Normalfall mit einer natürlichen Person zustande gekommen wäre. In einem solchen Normalfall bedarf es keiner Erweiterung des Wissensbegriffs. Bei der Ad-Hoc-Publizitätspflicht besteht der Normalfall gerade darin, dass eine juristische Person die Insiderinformation bekannt gibt.<sup>555</sup> Daher werden die Teilnehmer des Kapitalmarkts nicht dadurch benachteiligt, dass keine natürliche Person die Ad-Hoc- Publizitätspflicht erfüllt. Eine Gleichstellung ist also nicht erforderlich und ferner auch unzulässig, soll sie doch nur einen übergesetzlichen Ausgleich dafür schaffen, dass die Teilnahme einer arbeitsteiligen Organisation eine asymmetrische Aus- nahmesituation schafft, die von der Grundkonzeption einer Vorschrift nicht hinrei- chend austariert ist.<sup>556</sup>

Während Thomale einräumt, dass natürliche Personen nicht als Emittenten in Betracht kommen, will er das Gleichstellungsprinzip dennoch auf die Ad-Hoc-Pu-

---

<sup>552</sup> *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 57 f.; vgl. auch *Guski*, ZHR 184 (2020), 363, 369: „Die Gefahr besteht, dass durch eine entsprechende Gleichsetzung derjenige besser steht, der sich mit einer juristischen Person einlässt und von der Addition der im Unternehmen verstreuten Kenntnis zu einem verbandbezogenen „Gesamtwissen“ profitiert“.

<sup>553</sup> So auch *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 390 mit Fn. 42; *J. Koch*, AG 2019, 273, 278 f.; a. A. *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 170 ff.; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 57 f.

<sup>554</sup> *Medicus*, WuB IV A. § 166 BGB 1.96, S. 726.

<sup>555</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 278 f.

<sup>556</sup> Diesen Aspekt verkennend *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70: „Nur so lässt sich die strukturelle Besonderheit der organisatorischen Aufspaltung in personeller und zeitlicher Hinsicht ausgleichen“.

blizitätspflicht anwenden, indem er den Bezugspunkt des Vergleichs variiert.<sup>557</sup> Entspreche das Begründungsmuster dem dahinter stehenden Ziel, die tatsächlichen Vorteile arbeitsteiligen Vorgehens durch weitergehende Pflichten auszugleichen, müsse die Größe des Emittenten dafür ausschlaggebend sein, in welchem Umfang er für eine Wissensorganisation in die Pflicht genommen werden könne. Je größer der Emittent, desto höher sei die Wahrscheinlichkeit, dass Insiderinformationen entstehen, weswegen weitergehende Wissensorganisationspflichten für größere als für kleinere Emittenten zu statuieren seien.

Diese Folgerung geht aber erstens davon aus, dass die Wissensorganisation überhaupt von der Ad-Hoc-Publizität umfasst ist, was es aber erst noch zu beweisen gilt. Zweitens kann sich eine Gleichstellung nicht bloß an der Funktionsweise des Normadressaten ausrichten, sondern hat sich an der von ihm zu erfüllenden Pflicht zu orientieren. Da Art. 17 Abs. 1 MAR nur auf juristische Personen anwendbar ist, fehlt es insoweit an einem Vergleichsmaßstab, der erforderlich wäre, um herauszufinden, welche Anforderungen an eine juristische Person im Unterschied zu einer natürlichen Person zu stellen sind. Was drittens die Wissensorganisationsabstufungen in Abhängigkeit von der Größe des Emittenten anbelangt, versagt auch hier die Reichweite des Gleichstellungsarguments. Denn es sagt nur etwas darüber aus, was von einer Organisation zu fordern ist, die statt einer Einzelperson auftritt. Das Gleichstellungsargument nimmt aber nicht dazu Stellung, welche Größenvariationen sämtliche Rechtssubjekte aufweisen können. So unterscheidet Art. 17 Abs. 1 MAR deutlich zwischen Emittenten und natürlichen Personen, indem eine natürliche Person bereits nicht Normadressat ist. Art. 17 Abs. 1 MAR nimmt jedoch keine Pflichtenvariationen vor, die sich an der Größe des Emittenten orientieren. Vielmehr bestätigt Erwägungsgrund Nr. 55 der MAR, dass kleinere Emittenten durch behördliche Präzisierung und nicht durch Veränderung ihrer Pflichten zu entlasten sind.

## **E. Konkrete Anwendung von Wissensorganisationsanforderungen**

### **I. Anlassbezogene Wissensorganisation**

Letztlich versagen die im Rahmen von Vertragsverhältnissen begründeten Wissensorganisationsanforderungen auch in ihrer konkreten Anwendung auf die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR. Denn im Rahmen von Wissensorganisationspflichten wird stets verlangt, dass die Informationsabfrage, Informationsspeicherung und Informationsweiterleitung nicht nur „möglich“, sondern auch „naheliegend“ sind.<sup>558</sup> Wie naheliegend es ist, in einem konkreten Fall ein bestimmtes Wissen zu organisieren, hängt davon ab, inwiefern erkennbar ist, dass eine bestimmte Information für spätere Geschäftsvorgänge „Relevanz“ entfaltet und „deshalb dokumentiert und verfügbar gehalten oder an andere Personen innerhalb

<sup>557</sup> *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 57 f.; ähnlich *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 179.

<sup>558</sup> BGHZ 132, 30, 36; BGH NJW 1989, 2879, Ls. 1, 2881.

des Organisationsbereichs weitergegeben werden“ muss.<sup>559</sup> Unterliegt damit jegliche Wissensorganisation der informationsbezogenen Grenze der Relevanz,<sup>560</sup> kommt es darauf an, aus welchem Blickwinkel zu beurteilen ist, ob eine Information die so geartete Schwelle der Bedeutsamkeit überschritten hat und damit den Anlass erzeugt, sie intern abzufragen, zu speichern und weiterzuleiten. Maßgeblich ist dabei zum einen der Zeitpunkt, zu dem eine Information als hinreichend relevant einzustufen ist, und zum anderen die Stellung der konkreten Person im Unternehmen, aus deren Sicht die Bedeutsamkeit einer Information für spätere Geschäftsvorgänge beurteilt werden soll.<sup>561</sup>

Im Hinblick auf den Beurteilungszeitpunkt muss *ex ante* festgestellt werden, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass der infrage stehende Umstand rechtlich relevant werden wird.<sup>562</sup> Konsequenterweise ergibt sich daraus, dass eine Information nur von einem solchen Mitarbeiter innerhalb der Unternehmensorganisation als bedeutend für spätere Geschäftsvorgänge eingestuft werden kann, der auch in der Lage ist, im betrachteten Zusammenhang eine tragbare Prognoseentscheidung zu treffen.<sup>563</sup> Dabei ist richtig, dass sich für bestimmte Bereiche ein Sachbearbeiter oft besser eignen wird als ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied.<sup>564</sup> Allerdings ist dieser Erkenntnis immanent, dass es auch andere Vorgänge gibt, die ausschließlich auf Führungsebene umfassend beurteilt werden können.<sup>565</sup> Damit gewinnt die Funktionalität des Wissensbegriffs<sup>566</sup> auch in diesem Zusammenhang maßgebliche Aussagekraft, da die Frage, ob innerhalb der Gesellschaft verfügbare Informationen im Wege einer Rechtsfortbildung als Wissen der Korporation anzusehen sind, davon abhängt, in welchem Kontext diese Informationen eine Rolle spielen. Im Einklang mit der Normativität des Wissensbegriffs<sup>567</sup> ist dabei zu ermitteln, welcher Prognosemaßstab im konkreten Fall anzuwenden ist. Dies kann sich einzig durch die im jeweiligen Tatbestand formulierten Anforderungen ergeben, für die das Wissen der Gesellschaft eine Rolle spielen soll.

Daher können nur diejenigen Personen im Unternehmen in die Wissensorganisation eingebunden sein, die für den betreffenden Gegenstand, in dem das Wissen der

<sup>559</sup> BGH NJW 2012, 1789, Rn. 14; *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 77.

<sup>560</sup> Vgl. auch *Engelhardt*, Wissensverschulden, S. 133 ff.

<sup>561</sup> *Armbrüster/Kosich*, ZIP 2020, 1494, 1501 f.

<sup>562</sup> BGHZ 132, 30, 38; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 121; *Habersack/Foerster*, in: GK-AktG, § 78 Rn. 41; *Hoenig/Klingen*, NZG 2013, 1046, 1048; *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 642; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 320; *Weller*, ZGR 2016, 384, 404.

<sup>563</sup> *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 122. Vgl. auch *Breuer*, Wissen, S.84.

<sup>564</sup> So bereits *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 12.

<sup>565</sup> Vgl. *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 122.

<sup>566</sup> Vgl. hierzu § 6 B. I.

<sup>567</sup> Vgl. hierzu § 6 B. III.

Gesellschaft relevant ist, auch zuständig sind.<sup>568</sup> Dadurch ergibt sich aufgrund der Expertise der zuständigen Person zum einen der Anlass, eine aus ihrer Sicht als relevant erachtete Information zu speichern, weiterzuleiten und zu verarbeiten. Zum anderen stellt eine zuständige Person eine erwartungsgemäß geeignete Quelle für denjenigen dar, der eine Information abfragen möchte. Denn auch der Abfragende wird sich nicht an sämtliche, sondern nur an diejenigen Mitarbeiter wenden, die auch die Fähigkeit besitzen, die Informationsabschöpfung zu bedienen.

Gerade mithilfe einer nach der Zuständigkeit zu beurteilenden Anlassbezogenheit einer Informationsweitergabe, Informationsspeicherung oder Informationsabfrage wird schließlich auch dem Kosten- und Haftungsrisiko Rechnung getragen, das infolge einer Rechtsfortbildung auf Wissensorganisationspflichten entsteht. Denn die durch einen Anlass geschaffene Bereitstellung von Informationen ermöglicht es, die für eine Wissensorganisation aufzuwendenden Ressourcen auf genau solche Informationen zu kanalisieren, die im Zusammenhang mit dem anlasserzeugenden Umstand stehen. Auf diese Weise wird es vorhersehbar und auch vermeidbar, den Rechtsfolgen zu entgehen, die aus einem Wissen des Unternehmens folgen. Da auch der gesamtgesellschaftliche Nutzen aus Informationen bei einer gewissen Menge einen Sättigungspunkt erreichen wird,<sup>569</sup> wird durch die Kriterien der Anlassbezogenheit und Relevanz sichergestellt, dass genau die Informationen gespeichert, abgefragt und weitergeleitet werden, denen auch ein gesamtgesellschaftlicher Mehrwert gegenüber steht, während auf insoweit irrelevante Informationen richtigerweise keine Ressourcen aufgewendet werden.

Fehlt ein solcher Anlass, der an die Zuständigkeit einer Person anknüpft, müsste hingegen die „Nadel im Heuhaufen“ gesucht werden, was Kosten- und Haftungsrisiken in die Höhe steigen lässt. Bindet man auch unzuständige Personen in die Wissensorganisation mit ein, steigt gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit dafür, dass irrelevante Informationen verarbeitet werden, sodass den aufgewendeten Organisationsinvestitionen kein gesamtgesellschaftlicher Mehrwert gegenübersteht. Mithin kann eine anlassunabhängige Organisationspflicht gerade die Ziele konterkarieren, die mit Organisationspflichten eigentlich erreicht werden sollten. Dem fügt der BGH aus dem Blickwinkel des Gleichstellungsarguments hinzu, dass eine anlassunabhängige Informationsabfragepflicht, Informationsspeicherungspflicht und Informationsweiterleitungspflicht die damit verbundenen negativen Rechtsfolgen gegenüber einer juristischen Person in einem solchen Ausmaß erweitern würde, dass die der Unternehmung gegenüber tretende natürliche Person sogar besser stünde, als wenn sie mit einer anderen natürlichen Person interagieren würde.<sup>570</sup>

---

<sup>568</sup> So sogar *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4, 12, der sich für Wissensorganisationspflichten ausspricht. Vgl. auch BFH DSStRE 2010, 1263, Rn. 30 m. w. N.; BGH NSTZ 2015, 283, 285; BGH WM 2018, 2028, Rn. 198.

<sup>569</sup> Vgl. § 4 B. II. 3.

<sup>570</sup> BGHZ 132, 30, 38 f.

## II. Feststellung einer potentiell veröffentlichungspflichtigen Information

Bezieht man diese Erwägungen auf die Ad-Hoc-Publizitätspflicht, kommt es darauf an, woraus sich im Zusammenhang mit Art. 17 Abs. 1 MAR der Anlass ergeben kann, für eine Veröffentlichung einer Insiderinformation zu sorgen. Hierfür ist maßgeblich, dass ein Emittent solche Informationen bekanntgeben muss, die kursrelevant sind, da es sich nur dann um Insiderinformationen i. S. d. Art. 17 Abs. 1 i. V. m. Art. 7 MAR handelt. Nach der Rechtsprechung des EuGH ist dazu „im jeweiligen Einzelfall eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte vorzunehmen“.<sup>571</sup> Um festzustellen, welche natürlichen Personen in eine etwaige Wissensorganisationspflicht im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR einzubeziehen wären, ist also maßgeblich, aus der Perspektive welcher natürlichen Personen innerhalb des Emittenten beurteilt werden kann, ob ein Ereignis kursrelevant ist. Denn sollte sich herausstellen, dass der dafür erforderliche Blickwinkel bei weitem nicht von allen Mitarbeitern, sondern nur von bestimmten unternehmensangehörigen Personen geteilt wird, kann die Relevanz einer Information im Kontext der Ad-Hoc-Publizität nur von der letztgenannten Gruppe von Mitarbeitern festgestellt werden.

Art. 7 Abs. 4 MAR verlangt die Sicht eines „verständigen Anlegers“. Die damit verbundenen Anforderungen werden in den Erwägungsgründen Nr. 14 und Nr. 15 MAR weiter konkretisiert. Danach sollte die Prüfung der Kursrelevanz „die voraussichtlichen Auswirkungen der Informationen in Betracht ziehen, insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das Finanzinstrument, die damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder die auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürften“. Damit einhergehend wird diese Perspektive „in weiten Teilen mit dem Maßstab eines *professionellen Marktteilnehmers*“ übereinstimmen,<sup>572</sup> der „börsenkundig“ ist.<sup>573</sup> Ist gerade dieser Blickwinkel unausweichlich, um eine Information auf ihre Kursrelevanz untersuchen zu können, kommen demnach nur solche Mitarbeiter in Betracht, die eine vertiefte Expertise im Bereich der Finanzmärkte aufweisen. Denn um zu ermitteln, ob eine Information kursrelevant ist, ist es insbesondere erforderlich, den Fundamentalwert des betroffenen Finanzinstruments bestimmen zu können. Der Fundamentalwert ist das Produkt aus den zukünftigen Zahlungsströmen, die das Finanzinstrument erwarten lässt, und dem mit

<sup>571</sup> EuGH, Urt. v. 28. 6. 2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, Rn. 45 – Geltil, NJW 2012, 2787.

<sup>572</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 272 (Hervorhebung durch Verfasser).

<sup>573</sup> BGHZ 192, 90, Rn. 41 – IKB; Assmann in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHR, Art. 7 VO Nr. 596/2014 Rn. 84; Kumpan/Misterek, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 7 VO (EU) 596/2014 Rn. 131 m. w. N. (Hervorhebung durch Verfasser).

der jeweiligen Anlage verbundenen Risiko.<sup>574</sup> Bereits durch diese Anforderung scheidet ein breites Spektrum nachgeordneter Hierarchieebenen des Unternehmens aus, wenn es darum geht, die für Art. 17 Abs. 1 MAR maßgebliche personelle Reichweite der Wissensorganisation zu bestimmen.

Zudem ergibt sich aus den aufgezählten Faktoren, dass es sich bei der Kursrelevanz um eine relative Größe handelt, die sich nicht isoliert aus der Information selbst, sondern stets aus ihrem Verhältnis zu der am Markt verfügbaren Informationslage ergibt.<sup>575</sup> Hiervon sind nicht nur gesicherte Tatsachen, sondern auch Erwartungen umfasst.<sup>576</sup> Um ermitteln zu können, ob ein Ereignis kursrelevant ist, sind demnach insbesondere alle Umstände des Einzelfalls umfassend zu würdigen.<sup>577</sup> Es sind also nicht nur die emittentenbezogenen Faktoren wie die Größe des Emittenten, jüngere Entwicklungen, das Marktsegment bezüglich des Unternehmens sowie dessen Branche und die Assetklasse des betroffenen Finanzinstruments in Betracht zu ziehen, sondern auch die den Kurs beeinflussenden Marktvariablen wie Preis, Ertrag, Liquidität, Angebot, Nachfrage, Marktenge und Volatilität.<sup>578</sup> Diese Aufzählung demonstriert, dass selbst eine Expertise bezogen auf die generelle Funktionsweise von Finanzmärkten für sich genommen nicht ausreichend ist, um die Kursrelevanz einer Information im Zusammenhang mit einem bestimmten Emittenten festzustellen, wenn sie nicht mit einer gewissen Stellung im Unternehmen gepaart ist, mit der ein täglicher Umgang mit emittentenspezifischen Erfahrungswerten einhergeht.<sup>579</sup>

Die Informationslage, die dazu benötigt wird, um ein Ereignis als kursrelevant einstufen zu können, kann am Beispiel des Sachverhalts aufgezeigt werden, der dem IKB-Urteil des BGH zugrunde lag. Dort war für die Ermittlung der Kursrelevanz von Beteiligungen an Subprime-Geschäften nicht nur das Vorfeldwissen bedeutsam, in welchem Umfang der Emittent im U. S.-Hypothekenmarkt investiert

<sup>574</sup> *Krause*, in: Meyer/Veil/Rönnau HdB MarktmissbrauchsR, § 6 Rn. 106; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Vor Art. 7 Rn. 73, Art. 7 Rn. 192.

<sup>575</sup> *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 7 VO (EU) 596/2014 Rn. 145.

<sup>576</sup> *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 177, 179 ff.; *Krause*, in: Meyer/Veil/Rönnau HdB MarktmissbrauchsR, § 6 Rn. 106.

<sup>577</sup> Erwägungsgrund Nr. 14 MAR; EuGH, Urt. v. 28.6. 2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, Ls. 2 – Geltl, NJW 2012, 2787: „umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte“; BGH NJW 2013, 2114, Rn. 30 – Geltl: „sind alle tatsächlichen Umstände einzubeziehen“; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 54; *Ihrig/Kranz*, AG 2013, 515, 516 f.; *Krause*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 6 Rn. 108; *Kümpel*, WM 1994, 2137, 2140; *Mennicke*, ZBB 2013, 244, 248; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 132; *Ritz*, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, § 13 Rn. 122; *Rothenhöfer* in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 3.498 f.

<sup>578</sup> CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.13 f.; *Krause*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 6 Rn. 108.

<sup>579</sup> Zur Schwierigkeit der Beurteilung der Kursrelevanz vgl. auch *Merkt*, in: FS Krieger, S. 647, 650.

ist und welche Positionen infolge der ausgefallenen Immobilienkredite betroffen sein könnten. Es musste vielmehr aus Erfahrungssätzen vorausgesagt werden, wie der Markt auf das höhere Ausfallrisiko erwartungsgemäß reagieren wird. Dementsprechend wird es etwa auch im Falle von potentiell kursrelevanten Compliance-Verstößen nicht ausreichend sein, Kenntnis davon zu haben, dass ein unternehmensinterner Ablauf gegen eine Rechtsvorschrift verstoßen hat. Es ist vielmehr zu ermitteln, wie der Markt auf diesen Verstoß reagieren würde, indem etwa die Sanktionsmanier der Behörden verbunden mit den entsprechenden Markterwartungen gerade in Bezug auf das emittierte Finanzinstrument in Erfahrung gebracht wird. Daher sind auch sog. Whistleblower Systeme, die eine anonyme Informationseinspeisung für Mitarbeiter ermöglichen,<sup>580</sup> im Zusammenhang mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur insoweit geeignet, wie die in Betracht gezogenen Personen in der Lage sind, die Relevanz der einzuspeisenden Information zu erblicken. Dies wird nur einer Person innerhalb des Emittenten möglich sein, die sich gemäß ihrem Aufgabenbereich mit der Ad-Hoc-Publizität beschäftigt und daher weiß, welche spezifischen Umstände zur Kursrelevanz beitragen können.<sup>581</sup>

Eine solch umfassende Betrachtung können nur Mitglieder der Führungsebene oder ihr zumindest vergleichbare Stellen vornehmen,<sup>582</sup> weil nur sie in der Lage sind, das Vorliegen einer potentiellen Insiderinformation im Lichte der gesamten Unternehmensvorgänge und darauf bezogenen potentiellen Finanzmarktreaktionen zu würdigen. Dem kann insbesondere nicht entgegengehalten werden, dass von unzuständigen Mitarbeitern zumindest erwartet werden kann, dass sie potentiell insiderrelevante Umstände speichern, weiterleiten und abfragen, während die Information erst im Anschluss von der Führungsebene auf ihre Kursrelevanz geprüft wird. Denn vorliegend geht es darum, inwieweit ein Mitarbeiter, der die Kursrelevanz selbst nicht beurteilen kann, überhaupt einen Anlass hat, eine Information zu speichern, weiterzuleiten oder zu organisieren. Ein solcher Anlass kann nur entstehen, wenn der Mitarbeiter bereits in dem Zeitpunkt, in dem er die Information verarbeitet, absehen kann, ob sie zumindest kursrelevant sein könnte. Bereits für diese Einschätzung bedarf es der erläuterten Kenntnisse und Fähigkeiten.

### III. Insbesondere keine Ausweitung durch Compliance-Schulungen

Es darf nicht dabei stehen geblieben werden, auf einen fehlenden Sensibilisierungsgrad von Mitarbeitern zu verweisen, wenn dieser dadurch behoben werden könnte, dass die insiderrelevante Expertise ansonsten börsenunerfahrener Mitarbeiter durch Compliance-Schulungen auf ein hinreichendes Niveau erweitert

<sup>580</sup> *Sajnovits*, WM 2016, 765, 769.

<sup>581</sup> Vgl. *Wilsing*, ZGR 2020, 276, 279 f. zu kursrelevanten Compliance-Verstößen.

<sup>582</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 280; *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2019, 621, 632; hierzu eingehend § 11 A. II. 2.



werden könnte. Hierzu ließe sich etwa auf die gängige Praxis im Bereich des Kartellrechts verweisen, in der die Mitarbeiter – etwa durch die Benutzung eines Ampelsystems – darüber instruiert werden, welche Art von Absprachen oder anderen Maßnahmen potentiell als Kartellverstoß eingestuft werden könnten.<sup>583</sup> So wird auch im Zusammenhang mit der Ad-Hoc-Publizität vorgeschlagen, an Mitarbeiter, die mit Insiderinformationen in Berührung kommen, ausdrückliche und verbindliche Anweisungen auszugeben, damit sie potentielle Informationen erkennen, beurteilen und in das Informationssystem einspeisen.<sup>584</sup> Dies könne auch durch Schulungsmaßnahmen ergänzt werden.<sup>585</sup> Diese Anweisungen müssten insbesondere auch die Informationsweiterleitung über erfolgte Rechtsverstöße innerhalb des Unternehmens umfassen.<sup>586</sup>

Jedoch sind die folgenden Gesichtspunkte zu beachten, wenn es darum geht, dem Emittenten im Wege der Ad-Hoc-Publizität die Pflicht aufzuerlegen, Compliance-Schulungen durchzuführen, damit potentielle Insiderinformationen gespeichert, abgefragt und weitergeleitet werden. Compliance-Schulungen beziehen sich nämlich regelmäßig darauf, die Mitarbeiter dafür zu sensibilisieren, welche Verhaltensweisen rechtlich problematisch sind. Die so informierten Mitarbeiter sollen also der Verhaltensweise selbst ansehen können, ob diese zu einem Rechtsverstoß führen kann oder nicht. Im Kartellrecht werden bestimmte Verhaltensweisen sogar *per se* als wettbewerbswidrig eingestuft, ohne dass deren Auswirkungen auf den Wettbewerb antizipiert werden müssen.<sup>587</sup>

Im Zusammenhang mit Art. 17 Abs. 1 MAR steht und fällt die Einordnung eines jeden Ereignisses als Insiderinformation jedoch damit, dass es auf Grundlage einer hinreichenden Informationsbasis als kursrelevant eingeordnet wird.<sup>588</sup> Im Bereich des Insiderrechts verbietet es das Prinzip der „objektiven Einzelfallbetrachtung“, verallgemeinerungsfähige Aussagen darüber zu treffen, unter welchen Voraussetzungen eine Insiderinformation vorliegt und unter welchen nicht.<sup>589</sup> So heben insbesondere die Ausführungen im FCA Handbook des Vereinigten Königreichs hervor, dass es schlichtweg unmöglich ist, für alle infrage kommenden Konstellationen vorherzusagen, wie ein verständiger Anleger auf eine öffentlich bekannte

<sup>583</sup> Vgl. dazu etwa *Dannecker/Müller*, in: Wabnitz/Janovsky/Schmitt, HdB Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 19. Kap. Rn. 390 ff.

<sup>584</sup> *Schulz/Kuhnke*, BB 2012, 143, 144.

<sup>585</sup> *Seibt/Cziupka*, AG 2015, 93, 97.

<sup>586</sup> *Sajnovits*, WM 2016, 765, 769.

<sup>587</sup> Sog. Hardcore-Kartelle, bei denen die Verhaltensweise an sich bereits impliziert, dass eine Wettbewerbsbeschränkung bezweckt ist und damit einen Kartellrechtsverstoß darstellt, vgl. dazu *Zimmer*, in: Immenga/Mestmäcker, Wettbewerbsrecht, Art. 101 AEUV Rn. 129 ff., 135 ff.

<sup>588</sup> Vgl. auch *Leyens*, ZGR 2020, 256, 257 f. in Bezug auf kursrelevante Compliance-Verstöße.

<sup>589</sup> *Kumpan/Misterek*, EuZW 2019, 961.



Information reagieren wird.<sup>590</sup> Und selbst wenn man dazu eine verallgemeinerungsfähige Anleitung an die Mitarbeiter herantragen wollen würde, mag sie zwar die erwartungsgemäß entscheidenden Kriterien aufzählen, wie sie etwa in den Leitfäden des CESR oder der FCA zu finden sind.<sup>591</sup> Da es sich hierbei aber um nicht abschließende Orientierungspunkte handelt, kann dadurch nur dann eine anlassbezogene Informationsspeicherung, Informationsabfrage und Informationsweiterleitung innerhalb des Unternehmens gewährleistet werden, wenn nur solche Mitarbeiter in die Wissensorganisation einbezogen sind, die über die bereits geschilderte Fähigkeit verfügen, um diese Anweisungen auf einen eingetretenen Umstand anwenden zu können.<sup>592</sup>

Über die Beurteilung der Kursrelevanz hinaus kommt im Anwendungsbereich des Art. 17 Abs. 1 MAR schließlich die Schwierigkeit hinzu, eine Information, die den Emittenten unmittelbar betrifft, von einer solchen zu unterscheiden, die nur mittelbare Auswirkungen auf seinen Fundamentalwert hat.<sup>593</sup> Wie beim Merkmal der Kursrelevanz ist auch diese Entscheidung stets kontextbezogen und hängt von vielen ineinandergreifenden Faktoren ab.<sup>594</sup> Dementsprechend erläutert Assmann zutreffend, dass bei der Ausgestaltung einer Instruktionspflicht, die er auf Mitarbeiter an zentraler betrieblicher Stelle beschränkt, dem Umstand Rechnung zu tragen ist, dass allein die Vorstände über die erforderliche Qualifikation verfügen, um ein Ereignis als veröffentlichungspflichtige Insiderinformation einzuordnen.<sup>595</sup>

Selbst für Mitarbeiter an zentraler betrieblicher Stelle wird das zur Wissensorganisation Anlass gebende Potential, das in jedem scheinbar noch so unbedeutenden Ereignis schlummern kann, kaum erkennbar sein. Dies gilt umso mehr, als sich jeder Umstand aus vereinzelt Zwischenschritten zusammensetzt, von denen

<sup>590</sup> FCA Handbook, DTR 2.2.6; vgl. auch CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.13: „CESR is clear that fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not a suitable means of determining the significance of a price movement“.

<sup>591</sup> CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.13: „i) the anticipated magnitude of the matter or event in question in the context of the totality of the company’s activity; ii) the relevance of the information as regards the main determinants of the financial instrument’s price; iii) the reliability of the source; iv) market variables that affect the price of the financial instrument in question (These variables could include prices, returns, volatilities, liquidity, price relationships among financial instruments, volume, supply, demand, etc.); FCA Handbook, DTR 2.2.6.

<sup>592</sup> Vgl. zu den geforderten Fähigkeiten bereits § 9 E. II.

<sup>593</sup> Ph. Koch, in: Veil, European Capital Markets Law, § 19 Rn. 34.

<sup>594</sup> Vgl. etwa die Ausführungen des CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.15 f.

<sup>595</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 54; s. auch Gaßner, Ad-hoc-Publizität, S. 237 ff., der nur die untere Managementebene sowie abteilungs- oder geschäftsleitende Mitarbeiter in die Wissensorganisation miteinbeziehen will.

ein jeder „für sich genommen“ bereits eine Insiderinformation darstellen kann (vgl. Art. 7 Abs. 3 MAR). Besteht nämlich die generelle Schwierigkeit schon darin, ein künftiges Endereignis zu erblicken, das auf seine Insidertauglichkeit beurteilt werden soll, stellt es eine weitaus größere Hürde dar, die Kursrelevanz eines Zwischenschritts festzustellen, die regelmäßig von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses abhängen wird.<sup>596</sup> Dies lässt sich am Beispiel potentiell insiderrelevanter Compliance-Verstöße demonstrieren.<sup>597</sup> So stellt ein Compliance-Verstoß nur einen Zwischenschritt dar, der potentiell zu dem Endereignis führen kann, dass eine Behörde plant, das Unternehmen zu sanktionieren. Daher ist es bereits für die Kursrelevanz des Zwischenschritts bedeutend, ob und wie eine Vielzahl von Behörden auf einen Compliance-Verstoß erwartungsgemäß reagiert.

Damit sind auch Compliance-Schulungen keine Einbahnstraße, um den Emittenten dazu zu verpflichten, potentielle Insiderinformationen unternehmensweit zu kollektivieren. Hieraus folgt, dass die Kenntnis eines beliebigen Mitarbeiters von Umständen, die eine Insiderinformation begründen, nicht notwendig dazu führt, dass sie vom Emittenten veröffentlicht werden kann. Selbst wenn man also die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR als Wissensorganisationspflicht auffassen würde, würde sich im Zuge ihrer Anwendung ergeben, dass sie auf diejenigen Mitarbeiter begrenzt werden muss, die sich kraft ihrer Tätigkeit für den Emittenten mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht auseinandersetzen.

## F. Zwischenergebnis

Bereits der Umstand, dass umfassende Wissensorganisationspflichten nach dem Vorbild der allseits zitierten BGH-Rechtsprechung ausschließlich in den Kontext vertragsspezifischer Obliegenheiten eingebettet sind, lässt ihre Übertragung auf die primär aufsichtsrechtlich konturierte Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR fernliegend erscheinen. Dieser Befund bestätigt sich zudem durch die Erwägungen, die regelmäßig dafür angeführt werden, um die Voraussetzung des Wissens im Falle von juristischen Personen in Form von Wissensorganisationspflichten auf ein Wissenmüssen auszuweiten. Aber auch dann, wenn man die Vorgaben, die die Grundsätze der Wissensorganisation selbst aufstellen, im Zusammenhang mit der Vorschrift des Art. 17 Abs. 1 MAR anwendet, wird deutlich, dass es insoweit auf das Wissen der Führungsebene und ihr vergleichbaren Stellen ankommt.

Dies liegt insbesondere an der einzelfallabhängig zu beurteilenden Kursrelevanz einer Insiderinformation, die sich zugleich an zahlreichen bereichs- und unternehmensübergreifenden Faktoren orientiert, die nur eine in der Unterneh-

---

<sup>596</sup> *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2020, 477, Rn. 11; *Kraack*, ZIP 2020, 1389, 1392 f. Speziell zu Compliance-Verstößen *Habersack*, AG 2020, 697, Rn. 5 f.

<sup>597</sup> Vgl. auch *Leyens*, ZGR 2020, 256, 257 f., 262 f.

menzhierarchie sehr weit übergeordnete Stelle in Erfahrung bringen kann. Diese Eigenschaften sind nicht nur notwendig, um die Kursrelevanz abschließend festzustellen, sondern vor allem auch, um überhaupt dafür sensibilisiert zu sein, eine nur etwaige Kursrelevanz eines Umstands zum Anlass zu nehmen, ihn zu speichern oder weiterzuleiten bzw. den Anlass eines anderen zu generieren, ihn bei der kundigen Person abzufragen.

Das Hochreck potentiell kursrelevanter Ereignisse erreichen schließlich die von Art. 7 Abs. 3 MAR adressierten Zwischenschritte. Sie stehen regelmäßig mit dem künftigen Endereignis in Verbindung, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit Einfluss auf die Kursrelevanz des jeweiligen Zwischenschritts haben kann. Verglichen mit der ohnehin schwierig zu erfassenden Bewertung eines Endereignisses vervielfachen sich bei Zwischenschritten die Faktoren, die in die Untersuchung einer Insiderinformation einfließen. Daher kann eine Ausweitung der Wissensorganisationspflicht auf Hierarchieebenen, die der Führungsebene untergeordnet sind, auch nicht unter Rückgriff auf Compliance-Schulungen nach kartellrechtlichem Vorbild gelingen.

## Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR

### § 10 Maßstäbe der Wissenszurechnung

#### A. Einordnung

Die bisherige Untersuchung hat nicht nur gezeigt, dass Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis des Emittenten voraussetzt, sondern es hat sich auch herausgestellt, dass das Wissenserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht im Wege einer Rechtsfortbildung auf Wissensorganisationspflichten und damit auf ein Wissenmüssen erweitert werden darf. Um die Kenntnis des Emittenten für die Zwecke der Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu begründen, kann damit im Ausgangspunkt nur auf solche natürlichen Personen abgestellt werden, die von der Insiderinformation wissen.<sup>1</sup>

Hiermit ist aber noch nicht gesagt, zu welchem Zeitpunkt die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR entstehen soll. Es schließt sich nämlich die Frage an, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht den Emittenten bereits zu einem Zeitpunkt trifft, in dem nur irgendeine unternehmensangehörige Person von der Insiderinformation weiß, oder ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst ausgelöst wird, wenn bestimmte natürliche Personen innerhalb des Emittenten von der Insiderinformation wissen. In diesem vierten Teil geht es also darum, auf welche Weise diejenigen unternehmensangehörigen Personen zu bestimmen sind, deren Wissen als das Wissen des Emittenten anzusehen ist. Es handelt sich also um das Problem der Wissenszurechnung.

#### B. Aussagegehalt der Erwägungen zur Wissensorganisation

Die Wissenszurechnung wurde im Rahmen dieser Untersuchung noch nicht explizit behandelt. In dem vorangegangenen Kapitel, das sich damit beschäftigt, wie Wissensorganisationspflichten im Kontext des Art. 17 Abs. 1 MAR konkret anzuwenden wären,<sup>2</sup> hat sich jedoch die Richtung abgezeichnet, die beschritten werden muss, wenn es um die Frage nach der Wissenszurechnung geht.

---

<sup>1</sup> Wissen meint Innenumstände und das *blind-eye-knowledge*, vgl. § 6.

<sup>2</sup> Vgl. § 9 E.

Wie bereits an anderer Stelle erläutert worden ist, führt eine weit verstandene Zurechnung von Wissen im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR faktisch dazu, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in einem Zeitpunkt entsteht, in dem nicht die für die Veröffentlichung zuständige Stelle, sondern andere Mitarbeiter Kenntnis von dem infrage stehenden Umstand haben. Dies hat zur Folge, dass der Emittent – wie auch im Falle einer Wissensorganisationspflicht – die Information von dem unzuständigen Mitarbeiter durch Speicherung, Abfrage und Weiterleitung an die zuständige Stelle zu transferieren hat.<sup>3</sup> Wird daher eine Wissensorganisationspflicht verneint, besteht kein Grund, eine solche durch die Hintertür einer weitgehenden Wissenszurechnung wiederherzustellen. Konsequenterweise können die Erwägungen, die gegen eine Wissensorganisationspflicht sprechen, auch gegen eine großzügige Zurechnung von Wissen innerhalb des Unternehmens fruchtbar gemacht werden. Im Folgenden sollen jedoch weitere Gesichtspunkte der Wissenszurechnung untersucht werden.

### C. Der Emittent als Zuordnungsobjekt der Ad-Hoc-Publizität

Im Ausgangspunkt steht fest, dass ausschließlich der Emittent als juristische Person von der Vorschrift des Art. 17 Abs. 1 MAR adressiert und damit allein Zuordnungsobjekt der Ad-Hoc-Publizitätspflicht ist, vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR. Da eine juristische Person selbst keine positive Kenntnis haben kann, bedarf es eines Rückgriffs auf ihr angehörige natürliche Personen, um ein Wissen der Gesellschaft zu begründen.<sup>4</sup> Während Einigkeit darüber besteht, dass es jedenfalls erforderlich ist, an das Wissen von natürlichen Personen anzuknüpfen,<sup>5</sup> um das Wissen einer Gesellschaft zu begründen, muss man sich weitergehend dafür sensibilisieren, auf welcher Grundlage das Wissen einer Gesellschaft herzuleiten ist und welche gesellschaftsrechtlichen Grundprinzipien hierbei tangiert werden.

<sup>3</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285, 1287: Wer „die relativ enge Auslegung des Art. 17 MAR als „Wissensnorm“ durch eine relativ großzügige Anwendung der Wissenszurechnungsregeln ergänzt, [bejaht] letztlich sehr wohl eine Pflicht bzw. Obliegenheit des Emittenten zur Ermittlung potenziell ad-hoc-pflichtiger Sachverhalte“. Vgl. hierzu § 3 B., § 6 D. III.

<sup>4</sup> Statt aller J. Koch, AG 2019, 273, 277; Zimmer/Steinhaeuser, in: KMRK, §§ 97, 98 WpHG Rn. 67. Selbst Vertreter der sog. Organtheorie gehen davon aus, dass es natürlicher Personen bedarf, damit eine Gesellschaft handlungsfähig ist, vgl. Beuthien, in: FS Zöllner, Bd. 1, S. 87, 95 f.; Guski, ZHR 184 (2020), 363, 377.

<sup>5</sup> *Jetivia SA v Biltal Ltd* [2015] UKSC 23, Rn. 39 (per Lord Mance): „But in relation to companies there is the particular problem that a company is an artificial construct, and can only act through natural persons“; *Citizens United v Federal Election Commission* 130 S. Ct. 876, 972 (2010) (per Justice Stephens): „Corporations have no consciences, no beliefs, no feelings, no thoughts, no desires. Corporations help structure and facilitate the activities of human beings, to be sure, and their „personhood“ often serves as a useful legal fiction. But they are not themselves members of „We the People“ by whom and for whom our Constitution was established“; *Coffee*, 79 Mich. L. Rev. (1981), 386: „A corporation has no soul to damn, no body to kick“.

Zunächst ist festzuhalten, dass es sich bei einer juristischen Person um eine rechtliche Fiktion handelt, die aufgrund des gesellschaftsrechtlichen Trennungsprinzips nicht nur im Verhältnis zu ihren Aktionären, sondern zu sämtlichen ihr in irgendeiner Weise angehörigen Personen wie Vorstandsmitgliedern und Angestellten als separater Rechtsträger zu behandeln ist.<sup>6</sup> Wird dabei das Wissen einer solchen natürlichen Person als Wissen der Gesellschaft behandelt, hebt sich die Abschirmung zwischen den separaten Rechtsträgern ein Stück weit auf, da auf den kognitiven Zustand einer Rechtsperson zugegriffen wird, um das Wissen einer anderen Rechtsperson zu begründen.<sup>7</sup> Nach einigen Stimmen handelt es sich zwar nicht um ein „echtes“ Durchgriffsproblem, da es nicht darum geht, die das Kapitalgesellschaftsrecht konstituierende personelle Trennung zwischen Aktionären und juristischer Person aufzuheben.<sup>8</sup> Dennoch verlangt im Falle von juristischen Personen auch die Wissenszurechnung durchweg eine punktuelle Verschmelzung zweier grundsätzlich voneinander getrennter Rechtssubjekte mit unterschiedlichen rechtlichen Identitäten. Aufgabe eines Zurechnungsmechanismus ist es daher, eine Rechtfertigung dafür zu finden, um diese personelle Trennung aufzuheben.

Da sich der Begriff des Wissens nur normativ erfassen lässt,<sup>9</sup> kann sich erst recht die Zurechnung von Wissen nur aus bestimmten Regelungen ergeben, nach denen das Wissen einer natürlichen Person wie das Wissen einer von ihr rechtspersönlich getrennten juristischen Person zu behandeln ist.<sup>10</sup> Solche Regelungen können mal mehr und mal weniger ausbuchstabieren, auf wessen Wissen innerhalb der Gesellschaft abzustellen ist.<sup>11</sup> Während etwa nach der bereits bemühten Section 1042G ACA<sup>12</sup> das Wissen eines Mitglieds der Führungsebene als Wissen der Gesellschaft angesehen wird, findet sich in Art. 17 Abs. 1 MAR – wenig überraschend – ein solcher Hinweis schon deshalb nicht, weil die Vorschrift bereits das Kenntniserfordernis nicht ausdrücklich erwähnt.<sup>13</sup>

<sup>6</sup> Vgl. etwa *Williams v Natural Life Health Foods Ltd* [1998] 1 W.L.R. 830, 835 (per Lord Steyn): „What matters is not that the liability of the shareholder of a company is limited but that a company is a separate entity, distinct from its directors, servants or other agents“.

<sup>7</sup> Daher ordnet etwa *Emmerich* die Wissenszurechnung dem sog. Zurechnungsdurchgriff zu, vgl. *Emmerich*, in: Scholz, GmbHG, 10. Aufl. (Altaufl.), 2006, § 13 Rn. 71; vgl. auch *Bork*, ZGR 1994, 237, 240.

<sup>8</sup> *Bitter*, in: Scholz, GmbHG, § 13 Rn. 76; *Schall*, in: Schall, Companies Act, sec. 1 Rn. 41.

<sup>9</sup> Vgl. § 6 B. III.

<sup>10</sup> *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* [1995] 2 A.C. 500, 507 (per Lord Hoffmann): „There is in fact no such thing as the company as such, no *Ding an sich*, only the applicable rules“; *Emmerich*, in: Scholz, GmbHG, 10. Aufl. (Altaufl.), 2006, § 13 Rn. 71: Es handelt sich „allein um eine Frage der Normanwendung, d. h. der Auslegung der jeweils einschlägigen Normen“.

<sup>11</sup> *Ferran*, 127 L. Q. R. (2011), 239, 240.

<sup>12</sup> Corporation Act (Australien), vgl. hierzu § 6 B. III.

<sup>13</sup> Zu diesem Befund bereits *Di Noia/Gargantini*, ECFR 2012, 484, 494 mit Fn. 29 in Bezug auf Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG.

## D. Von der Zurechnungsregel zur Tatbestandsauslegung

### I. Kein Gleichlauf zwischen Wissenszurechnung und Gesellschaftsrecht

Aus dem Umstand, dass der europäische Gesetzgeber nicht ausdrücklich dazu Stellung nimmt, auf welche Weise dem Emittenten das Wissen von Mitarbeitern zuzurechnen ist, kann nicht der Schluss gezogen werden, dass Fragen der Wissenszurechnung den nationalen Rechtsordnungen einzelner Mitgliedstaaten überlassen werden sollen.<sup>14</sup> Richtig ist zwar, dass die Regelung des Gesellschaftsrechts nicht in die Kompetenz der Union fällt und damit der Weg für die Mitgliedstaaten eröffnet ist, dieses autonom auszugestalten.<sup>15</sup> Allerdings gehen die Bestimmungen über die Zurechnung von Wissen in vielerlei Hinsicht über Regelungen des Gesellschaftsrechts hinaus.<sup>16</sup>

So regeln Zurechnungsmechanismen sowohl für natürliche als auch für juristische Personen, unter welchen Voraussetzungen das Wissen eines Rechtsträgers als das Wissen eines anderen anzusehen ist. Daher ist die Fiktion des Wissens einer Person aufgrund des Wissens einer anderen kein genuines Problem im Umgang mit juristischen Personen,<sup>17</sup> sondern ist seiner Geburtsstätte zufolge sogar ausschließlich in Zurechnungsverhältnissen unter natürlichen Personen zu verorten.<sup>18</sup> Bei der Wissenszurechnung handelt es sich demnach um ein rechtsgebietsübergreifendes Instrument, das jede wie auch immer geartete arbeitsteilige Teilnahme am Rechtsverkehr normativ erfasst.<sup>19</sup> Dies gilt unabhängig davon, ob das Gesellschaftsrecht tangiert wird oder nicht. Dass das Gesellschaftsrecht und die Regelungen über die Wissenszurechnung eine gewisse Schnittmenge aufweisen, die daraus resultiert, dass juristische Personen durchweg auf Zurechnungsgrundsätze angewiesen sind, rechtfertigt es daher nicht, dem Mechanismus der Wissenszurechnung seine überschießende Tendenz dadurch abzusprechen, dass man ihn in jeder Hinsicht mit dem Gesellschaftsrecht gleichsetzt und damit beide an sich eigenständige Regelungs-

<sup>14</sup> So aber *Veil/Brüggermeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 17 f.; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1425 f.

<sup>15</sup> EuGH v. 22. 11. 2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, Rn. 44 ff. – Grøngaard, NJW 2006, 133; *Hansen*, ECFR 2017, 367, 374.

<sup>16</sup> Vgl. etwa *Weber*, ZHR 181 (2017), 416 f.: „bei der Wissenszurechnung handele es sich nicht um eine spezifisch gesellschaftsrechtliche Problematik“.

<sup>17</sup> *Bachmann*, in: GK-AktG, § 1 Rn. 58; zur Vergleichbarkeit mit der SE *Bachmann*, in: GK-AktG, § 1 Rn. 8.

<sup>18</sup> Vgl. etwa *Jetivia SA v Biltal Ltd* [2015] UKSC 23, Rn. 39 (per Lord Mance): „Rules of attribution are as relevant to individuals as to companies. An individual may him- or herself do the relevant act or possess the relevant state of mind. Equally there are many contexts in which an individual will be attributed with the actions or state of mind of another, whether an agent or, in some circumstances, an independent contractor“; *Buck*, Wissen und juristische Person, S. 2.

<sup>19</sup> *Seidel*, ZIP 2020, 1506, 1507.

bereiche zusammengefasst in dem Umschlag der nationalen Unantastbarkeit besiegt.<sup>20</sup>

Schließlich bestätigt auch die Vorschrift des Art. 9 Abs. 1 MAR, dass die Wissenszurechnung unionsrechtlich determiniert ist. So wird einhellig auf die sekundärrechtliche Regelung des Art. 9 Abs. 1 MAR und nicht auf nationale Zurechnungsmechanismen abgestellt, um einer juristischen Person für die Zwecke des Insiderhandelsverbots das Wissen eines Mitarbeiters zuzurechnen.<sup>21</sup> Würde die Zurechnung von Wissen in die Kompetenz der Mitgliedstaaten fallen, hätte der Verordnungsgeber, indem er in Art. 9 Abs. 1 MAR Zurechnungsmechanismen vorsieht, einen Bereich geregelt, der außerhalb seiner Kompetenzen läge. Daher ist entsprechend der Rechtsprechung des EuGH in Sachen *Grøngaard* zwischen Zurechnungsregeln und Regelungen, die das Gesellschaftsrecht betreffen, zu unterscheiden: Das Gericht beschränkt die Zuweisung an die Mitgliedstaaten auf „die Rechtsstellung und die Funktionsweise der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane der Kapitalgesellschaften sowie die Rechtsstellung und die Rolle der Arbeitnehmervertreter in diesen Organen“ (Gesellschaftsrecht).<sup>22</sup> Dagegen wurde der Umstand, dass es für die Zwecke der Zurechnung auf eine Person ankam, die für die infrage stehende Verhaltensweise zuständig war (Zurechnungsregel), allein dem unionsrechtlichen Tatbestand entnommen.<sup>23</sup>

## II. Wissen und Wissenszurechnung als funktionales Wissen

Dass Regelungen über die Zurechnung einerseits und Vorschriften des Gesellschaftsrechts andererseits, nicht gleichgesetzt werden dürfen, ist nicht der einzige Gesichtspunkt, der im Zusammenhang mit Zurechnungsmechanismen eine Rolle spielt. Darüber hinaus ist bereits beobachtet worden, dass die Wissenszurechnung untrennbar mit dem Begriff des Wissens verwoben ist.<sup>24</sup> So hängt die Bedeutung der Komponenten „Wissen“ und „Wissenszurechnung“ davon ab, wie weit der Begriff des Wissens verstanden wird. Denn der Einsatzbereich der Wissenszurechnung kann dadurch verengt werden, dass das Wissen weit ausgelegt wird; umgekehrt wird der Wissenszurechnung ein umso größeres Anwendungsfeld eingeräumt, je schmalere

<sup>20</sup> A. A. *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 137 ff., 141 ff.; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG, S. 217, 229.

<sup>21</sup> Vgl. *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1290 ff.; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 9 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 22; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 7 Rn. 54. Vgl. eingehend § 10 G.

<sup>22</sup> EuGH v. 22. 11. 2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, Rn. 44, 46 – *Grøngaard*, NJW 2006, 133.

<sup>23</sup> EuGH v. 22. 11. 2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, Rn. 44, 46 – *Grøngaard*, NJW 2006, 133. Insoweit nicht differenzierend *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 177 f.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 144 ff. Anders auch *Müllbert*, in: FS Stilz, S. 410, 421 im Hinblick auf § 15 WpHG a. F.

<sup>24</sup> Vgl. § 6.



man den Wissensbegriff definiert.<sup>25</sup> Daher geht es um ein und denselben Sachverhalt, der künstlich in zwei unterschiedliche Regelungsbereiche aufgespalten wäre, wenn die Wissenszurechnung abgekapselt von dem eigentlichen Tatbestand beurteilt würde, in dem das Wissen des Normadressaten eine Rolle spielt. So beschreibt Bork die Zurechnung treffend als eine „Hilfstechnik“ bei der Subsumtion eines Sachverhalts unter die bezogene Norm, in deren Dienste die Zurechnung steht.<sup>26</sup> Nur auf diese Weise wird man auch dem von Grigoleit erkannten Umstand gerecht, dass die „unter dem Gesichtspunkt der Wissenszurechnung diskutierten Fragen nicht als isolierte Zurechnungsprobleme behandelt werden können“, sondern „die Zulässigkeit bzw. Relevanz einer Wissenszurechnung auch von den Kriterien der jeweils relevanten Wissensnorm abhängig“ ist.<sup>27</sup> Daher ist es nicht nur so, dass Regelungen über die Wissenszurechnung unabhängig von Vorschriften über das Gesellschaftsrecht existieren. Vielmehr wendet sich die Wissenszurechnung dem Tatbestand zu, in dem das Wissen des Normadressaten relevant wird. So beantworten Regelungen über die Wissenszurechnung die Frage nach dem tatbestandlich verlangten Wissen, sodass die Zurechnung nicht unabhängig von der wissensabhängigen Pflicht betrachtet werden kann. Im Falle des Art. 17 Abs. 1 MAR sind es also sowohl das Wissen als auch die Wissenszurechnung, die die Frage beantworten, unter welchen Voraussetzungen ein Emittent dazu verpflichtet ist, eine Insiderinformation „bekannt zu geben“.

Daraus folgt, dass nicht nur der Wissensbegriff,<sup>28</sup> sondern auch die Wissenszurechnung stets kontextabhängig zu betrachten ist.<sup>29</sup> Dementsprechend kann die Wissenszurechnung in einer Situation zu bejahen sein und in einer anderen nicht; und dass die Wissenszurechnung in einer Situation bejaht wurde, heißt demnach nicht, dass sie auch in einer anderen Konstellation angenommen werden sollte. Dies bestätigt sich etwa in der Rechtsprechung des BGH zu Obliegenheiten im Rahmen von Grundstücksverkäufen einerseits, verglichen mit seinen Entscheidungen zur Verjährung nach § 852 BGB a.F. und zur vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung nach § 826 BGB andererseits. Der BGH wendet also nicht „allgemeine Grundsätze der Wissenszurechnung“ an, sondern nimmt eine Wissenszurechnung vor, der eine wertende, da sich an der konkreten Konstellation orientierende, Beurteilung zugrunde liegt.<sup>30</sup>

<sup>25</sup> Buck, Wissen und juristische Person, S. 25; eingehend § 6.

<sup>26</sup> Bork, ZGR 1994, 237, 239 f.

<sup>27</sup> Grigoleit, ZHR 181 (2017), 160, 166.

<sup>28</sup> Dazu § 6 B. I.

<sup>29</sup> A. A. Breuer, Wissen, S. 54 f.

<sup>30</sup> Vgl. etwa BGHZ 132, 30, 35: Die Frage der Wissenszurechnung lässt sich „nicht mit logisch-begrifflicher Stringenz, sondern *nur in wertender Beurteilung* entscheiden. Jedenfalls für die Frage der Risikoverteilung bei Grundstücksgeschäften *der – auch hier – vorliegenden Art* hielt er es aus Gründen des Verkehrsschutzes für geboten, der Gemeinde das ihr durch Organvertreter einmal vermittelte, „typischerweise aktenmäßig festgehaltene“, Wissen auch weiterhin (dort: bis zum Abschluß des zu beurteilenden Grundstückskaufvertrages) zuzu-

Gleichermaßen stellt Worthington für das *Common Law* heraus, dass es bei allen Zurechnungsregeln allein um die Frage geht, wie in einem bestimmten Kontext die natürliche Person ermittelt werden kann, deren Wissen als Wissen der Korporation anzusehen ist: „Generalisations are impossible; context is all“.<sup>31</sup> Daher regeln vermeintlich „allgemeine“ Zurechnungsregeln im Ausgangspunkt stets nur eine *konkrete* Konstellation, in der das Wissen einer Person als das Wissen einer anderen Person zu behandeln ist.<sup>32</sup> Genauso wie die von Worthington aufgegriffenen *agency rules* des *Common Law* regelt etwa auch § 166 BGB die Wissenszurechnung lediglich für den speziellen Fall, in dem jemand im Rahmen eines Vertretungsverhältnisses eine Willenserklärung abgibt. Wenn Sachverhalte außerhalb von Vertretungsverhältnissen und Willenserklärungen ebenfalls eine Wissenszurechnung fordern, kann daher nicht ohne Weiteres auf § 166 BGB oder die *agency rules* verwiesen werden. Vielmehr ist von Grund auf neu zu ermitteln, auf das Wissen welcher natürlichen Person in der betrachteten Konstellation abzustellen ist, ohne dass hierfür eine vom Gesetzgeber vorgefertigte Antwort bereit liegt.

### III. Methodische Anknüpfungspunkte

Im Zusammenhang mit den bislang erfolgten Bestrebungen, Wissen auch im Rahmen solcher Tatbestände zuzurechnen, für die keine ausdrückliche Zurechnungsregel existiert, kann im Wesentlichen zwischen zwei Herangehensweisen differenziert werden. So wird eine Wissenszurechnung zum einen dadurch vorgenommen, dass eine zwar dem Wortlaut nach unpassende Zurechnungsvorschrift aufgefunden und, gegebenenfalls mit Modifikationen, auf den betrachteten Sachverhalt übertragen wird. Diese Übertragung wird damit begründet, dass der Regelungsgehalt der Zurechnungsvorschrift und die infrage stehende Konstellation als hinreichend vergleichbar angesehen werden. Dementsprechend wird diese Herangehensweise im Folgenden als sog. Übertragungslösung bezeichnet. Zum anderen wird die Wissenszurechnung daraus gewonnen, dass sogleich der infrage stehende Tatbestand ausgelegt wird, ohne hierfür erst eine dem Wortlaut nach unpassende Zurechnungsregel im Übertragungswege zu beanspruchen. Dieser Weg wird im Folgenden als sog. Auslegungslösung bezeichnet.

---

rechnen“ (Hervorhebungen durch Verfasser); hierzu eingehend *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 53 ff.

<sup>31</sup> *Worthington*, 133 L. Q. R. (2017), 118, 124: „All are simply rules describing how to identify the person (or persons) whose acts count as the company’s for some particular purpose“; vgl. auch *Moulin Global Eyecare Trading Ltd (In Liquidation) v Commissioner of Inland Revenue* [2014] 3 HKC 323, Rn. 41 (per Lord Walker N.P.J.); *Bilta (UK) Ltd (In Liquidation) v Nazir* [2016] A.C. 1, Rn. 41 (per Lord Mance), Rn. 181, 191, 202 (per Lord Toulson, Lord Hodge).

<sup>32</sup> So auch *Hansen*, in: Ventruruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.9.23: „National law on how to attribute subjective conditions to legal persons [...] depend on what is being assessed“.

Im deutschen Recht ist die Übertragungslösung populär, um etwa die Rechtsfolge des § 166 BGB im Wege der Analogie oder der Rechtsfortbildung auf Fälle anzuwenden, in denen es sich nicht mehr um eine Abgabe einer Willenserklärung im Rahmen eines Vertretungsverhältnisses handelt. So soll die vereinzelte Kodifikation der durch § 166 BGB zum Ausdruck kommenden Interessenbewertung jedweder Konstellationen zugrunde liegen, in der jemand seinen Wirkungsradius dadurch erweitert, dass er einen anderen statt seiner damit betraut, bestimmte Verhaltensweisen für ihn auszuführen.<sup>33</sup> Aus diesem Grundgedanken schöpfte der BGH zum einen die Figur des sog. Wissensvertreters. Dies sei „jeder, der nach der Arbeitsorganisation des Geschäftsherrn dazu berufen ist, im Rechtsverkehr als dessen Repräsentant bestimmte Aufgaben in eigener Verantwortung zu erledigen und die dabei anfallenden Informationen zur Kenntnis zu nehmen sowie gegebenenfalls weiterzuleiten“.<sup>34</sup> Zum anderen wurden die bereits thematisierten Wissensorganisationspflichten<sup>35</sup> im Wege einer Rechtsfortbildung herangezogen, um dem Umstand gerecht zu werden, dass eine arbeitsteilige Organisation statt einer natürlichen Person am Rechtsverkehr teilnimmt.<sup>36</sup>

Eine analoge Anwendung des § 166 BGB wird auch rechtsgebietsübergreifend diskutiert. So verweist Steffen auf § 166 BGB, wenn es darum geht, ein arglistiges Verhalten einer juristischen Person zu begründen, wenn sie öffentlich-rechtliche Leistungen erwirkt.<sup>37</sup> Auch im Rahmen des § 48 Abs. 4 Satz 1 VwVfG soll nach Sachs anhand des § 166 BGB beurteilt werden, unter welchen Voraussetzungen eine Behörde von Tatsachen Kenntnis hat, die die Rücknahme eines rechtswidrigen Verwaltungsakts rechtfertigen.<sup>38</sup> Schließlich stellt Tiedemann auf den Gedanken der Repräsentanzzurechnung nach § 166 BGB ab, um im Zusammenhang mit dem Tatbestandsmerkmal der Täuschung in § 263 StGB herauszufinden, ob sich eine juristische Person geirrt hat.<sup>39</sup>

Derweilen wird nicht nur an § 166 BGB angeknüpft, um einer juristischen Person Wissen im Wege der Übertragungslösung zuzurechnen.<sup>40</sup> Es werden auch Vorschriften herangezogen, die nach ihrem Wortlaut noch nicht einmal die Wissenszurechnung regeln. Prominentes Beispiel ist etwa die analoge Anwendung des § 31 BGB (Verhaltenszurechnung der Vorstandsmitglieder), um das Wissen eines Mit-

<sup>33</sup> Waltermann, AcP 192 (1992), 181, 197.

<sup>34</sup> BGHZ 117, 104, 106 f.; 132, 30, 35; vgl. auch BGHZ 83, 293, 296.

<sup>35</sup> Vgl. § 9.

<sup>36</sup> BGHZ 132, 30, 34 ff. im Anschluss an *Medicus*, Karlsruher Forum 1994, S. 4 ff. und *Taupitz*, Karlsruher Forum 1994, S. 16 ff.; vgl. dazu eingehend § 9.

<sup>37</sup> Steffen, in: RGRK, § 166 Rn. 20 m. w. N.

<sup>38</sup> Sachs, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 48 Rn. 214.

<sup>39</sup> Tiedemann, in: LK-StGB, § 263 Rn. 82.

<sup>40</sup> Vgl. eingehend Risse, NZG 2020, 856, 857.

glieds der Führungsebene als Wissen der juristischen Person anzusehen.<sup>41</sup> Auch sollen die weitgehenden Parallelen von Passivvertretung und Kenntniserlangung eine analoge Anwendung der § 28 Abs. 2 BGB, § 78 Abs. 2 Satz 2 AktG, § 35 Abs. 2 Satz 3 GmbHG, § 25 Abs. 1 Satz 3 GenG rechtfertigen, wonach den juristischen Personen grundsätzlich die Kenntnis jedes einzelnen Mitglieds des gesetzlichen Vertretungsorgans zuzurechnen sei.<sup>42</sup> Unter Rückgriff auf § 278 BGB (Verhaltenszurechnung von Erfüllungsgehilfen) konstruiert Harke Wissensorganisationspflichten einer juristischen Person, soweit sie Partei eines bereits bestehenden Schuldverhältnisses ist.<sup>43</sup> Für den Fall, dass kein Schuldverhältnis vorliegt, verweist Harke sogar auf den Grundgedanken des § 831 BGB,<sup>44</sup> der erst gar keine Zurechnung regelt, sondern lediglich eine deliktische Haftung für eigenes Auswahl- und Überwachungsverschulden vorsieht.<sup>45</sup>

Gleichzeitig gibt es Stimmen, die sich an der Auslegungslösung orientieren. So beschreitet etwa J. Eisele den Weg der Auslegungslösung, wenn er nicht aus einer anderweitigen Zurechnungsregel, sondern aus dem Schutzzweck des § 263 StGB selbst ableitet, welche natürliche Person über das relevante Wissen verfügen muss, damit von dem Irrtum einer juristischen Person die Rede sein kann.<sup>46</sup> Auch das BVerwG beurteilt anhand des „Charakters der Jahresfrist“ gem. § 48 Abs. 4 Satz 1 VwVfG, ob auf die bloße Aktenkundigkeit oder auf den zur Rücknahme des Verwaltungsaktes berufenen Amtswalter abzustellen ist, um die Kenntnis der Behörde zu begründen.<sup>47</sup> Überdies leitet der BFH die Wissenszurechnung im Zusammenhang mit der Aufhebung oder Änderung von Steuerbescheiden wegen neuer Tatsachen dadurch her, dass er unmittelbar auf den Tatbestand des § 173 AO selbst abstellt, obwohl der „Wortlaut des Gesetzes [...] es offen [lässt], auf wessen Kenntnisstand es für die Frage ankommt, ob eine Tatsache neu ist“.<sup>48</sup> Schließlich hält der BGH im Zivilrecht nicht mehr an der Übertragungslösung fest, sondern tendiert zu einer Auslegungslösung, wenn es um die Frage geht, welches Wissen einer juristischen Person im Rahmen der deliktischen Haftung nach § 826 BGB zuzurechnen ist.<sup>49</sup>

Die Auslegungslösung wird schließlich auch im *Common Law* bevorzugt. Dort werden rechtsgebietsübergreifend die herkömmlichen Auslegungsgrundsätze

<sup>41</sup> BGHZ 109, 327, 330 ff.; 41, 282, 287; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 285 ff.; Schürnbrand, Organschaft, S. 27; Habersack/Foerster, in: GK-AktG, § 78 Rn. 38.

<sup>42</sup> Henssler, in: MüKo-BGB, § 626 Rn. 331; Wiesner, BB 1981, 1533, 1536.

<sup>43</sup> Harke, Wissen und Wissensnormen, S. 56 ff.

<sup>44</sup> Harke, Wissen und Wissensnormen, S. 91 ff.

<sup>45</sup> Teichmann, in: Jauernig, BGB, § 831 Rn. 1.

<sup>46</sup> J. Eisele, ZStW 116 (2004), 15, 22; vgl. auch Perron, in: Schöнке/Schröder, StGB, § 263 Rn. 41a; anders Tiedemann, in: LK-StGB, § 263 Rn. 82.

<sup>47</sup> BVerwGE, 70, 356, 364; vgl. auch Pieroth, NVwZ 1984, 681, 684 f., der die Zurechnung ebenfalls durch Auslegung des § 48 Abs. 4 Satz 1 VwVfG löst, jedoch zum Ergebnis der Aktenkundigkeit gelangt.

<sup>48</sup> BFHE 138, 313 unter Verweis auf st. Rspr.

<sup>49</sup> BGH NJW 2017, 250, Rn. 16, 21; NJW 2021, 1669, Rn. 23.

(„usual canons of interpretation“) dafür fruchtbar gemacht, um festzustellen, wessen Wissen in Anbetracht des infrage stehenden Zwecks („for this purpose“) als Wissen der juristischen Person anzusehen ist.<sup>50</sup> Dementsprechend wird einem Tatbestand, der nicht ausdrücklich auf eine Wissenszurechnung Bezug nimmt, implizit entnommen, wie eine Zurechnung im konkret betrachteten Zusammenhang zu handhaben ist.<sup>51</sup> Hierauf wird im Laufe der Untersuchung noch vertieft einzugehen sein.<sup>52</sup>

#### IV. Unionsrechtliche Implikationen

Es wurden sowohl die Übertragungslösung als auch die Auslegungslösung als mögliche Herangehensweisen ausgemacht, um eine Wissenszurechnung in einem Kontext vorzunehmen, in dem sie nicht ausdrücklich geregelt ist. Im Ausgangspunkt wird man annehmen können, dass sich die Übertragungslösung und die Auslegungslösung in ihren Ergebnissen kaum voneinander unterscheiden. Bei der Auslegungslösung ist von vornherein die Eigenart der betrachteten Konstellation dafür maßgeblich, welche Anforderungen an die Wissenszurechnung zu stellen sind. Auch bei der Übertragungslösung bildet der spezifische Kontext, auf den eine Zurechnungsregel übertragen werden soll, den Grund und zugleich die Grenze dafür, inwieweit der Grundgedanke der Zurechnungsregel, gegebenenfalls mit Modifikationen, auf den betrachteten Sachverhalt anzuwenden ist. Daher überrascht es nicht, wenn etwa im Zusammenhang mit § 263 StGB<sup>53</sup> und § 48 Abs. 4 Satz 1 VwVfG<sup>54</sup> teilweise dieselben Ergebnisse erzielt werden, unabhängig davon, ob die Auslegungs- oder die Übertragungslösung gewählt wird.

Allerdings gelangt die Übertragungslösung an ihre methodischen Grenzen, wenn es keine Zurechnungsregel gibt, deren Grundgedanke auf den infrage stehenden Tatbestand übertragen werden kann. Dann bleibt einzig die Möglichkeit, den wissensabhängigen Pflichtenkanon in der betrachteten Konstellation anhand der Aus-

<sup>50</sup> *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* [1995] 2 A.C. 500; *Moulin Global Eyecare Trading Ltd (In Liquidation) v Commissioner of Inland Revenue* [2014] 3 HKC 323, Rn. 41 (per Lord Walker N.P.J.); *Bilta (UK) Ltd (In Liquidation) v Nazir* [2016] A.C. 1, Rn. 41 (per Lord Mance), Rn. 181, 191, 202 (per Lord Toulson, Lord Hodge); *Worthington*, 133 L. Q. R. (2017), 118, 124.

<sup>51</sup> So auch *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* [1995] 2 A.C. 500, 507 (per Lord Hoffmann): „The company’s primary rules of attribution together with the general principles of agency [...] are usually sufficient to enable one to determine its rights and obligations. In exceptional cases, however, they will not provide an answer. This will be the case when a rule of law, either expressly or by implication, excludes attribution on the basis of the general principles of agency“.

<sup>52</sup> Vgl. § 10 F.

<sup>53</sup> Vgl. *Tiedemann*, in: LK-StGB, § 263 Rn. 82 (Übertragungslösung) und *J. Eisele*, ZStW 116 (2004), 15, 22 (Auslegungslösung).

<sup>54</sup> Vgl. *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, § 48 Rn. 214 (Übertragungslösung) und BVerwGE, 70, 356, 364 (Auslegungslösung).

legungslösung zu ermitteln. Konsequenterweise steht es einer nicht existenten Zurechnungsregel gleich, wenn eine Zurechnungsregel zwar vorhanden ist, ihre Anwendung aber aus Gründen der Normenhierarchie ausscheidet. Auch in diesem Fall verbleibt nur noch der alternative Weg, die Wissenszurechnung anhand der Auslegungslösung vorzunehmen.

Im Hinblick auf die Wissenszurechnung im Rahmen des verordnungsrechtlich verankerten Art. 17 Abs. 1 MAR gibt demnach jedenfalls der Anwendungsvorrang des Unionsrechts den Ausschlag dafür, dass die Maßstäbe für eine Wissenszurechnung im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität anhand der Auslegungslösung zu entwickeln sind. Denn um die Einheit, Funktionsfähigkeit und Wirksamkeit des Unionsrechts zu sichern, ist nach dem unionsrechtlichen Anwendungsvorrang jegliches mitgliedstaatliche Recht nicht anwendbar, soweit es mit dem Unionsrecht kollidiert.<sup>55</sup> Nationale Bestimmungen haben damit insoweit außer Betracht zu bleiben, wie sie eine Regelungsmaterie betreffen, die unionsrechtlich vollständig determiniert ist.<sup>56</sup> Daher hat insbesondere eine unmittelbar geltende EU-Verordnung Anwendungsvorrang vor jeglichen nationalen Vorschriften, die in ihren Regelungsreich hineingreifen.<sup>57</sup>

Die „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR ist unionsrechtlich autonom auszulegen.<sup>58</sup> Zudem bildet das für die „Bekanntgabe“ maßgebliche Wissenserfordernis eine unauflösliche Einheit mit dem Instrument der Zurechnung.<sup>59</sup> Daher sind sowohl das Tatbestandsmerkmal des Wissens als auch die Voraussetzungen der Wissenszurechnung durch das Unionsrecht vorgezeichnet und demnach abgeschränkt von der Anwendung und Übertragung nationaler Zurechnungsvorschriften.<sup>60</sup> Andernfalls würde die von der MAR erstrebte vereinheitlichende Wirkung eines *Single Rule Book* infolge eines Verweises auf mitgliedstaatliche Zurechnungsmechanismen konterkariert.<sup>61</sup> So könnte etwa eine nationale Regelung des Mitgliedstaates X, die etwa das Wissen einer Gesellschaft als das Wissen sämtlicher Mitarbeiter ansieht, den unionsrechtlich autonom auszulegenden Begriff der „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR einem gänzlich anderen Regelungsgehalt zuführen als eine

<sup>55</sup> EuGH, Urt. v. 17.12.1970, C-11/70, ECLI:EU:C:1970:114, Rn. 3 – Internationale Handelsgesellschaft, NJW 1971, 343; EuGH, Urt. v. 26.2.2013, C-399/11, ECLI:EU:C:2013:107, Rn. 59 ff. – Melloni, NJW 2013, 1215; Ruffert, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 1 AEUV Rn. 19.

<sup>56</sup> BVerfG NJW 2020, 314, Rn. 50 ff. – Recht auf Vergessen II; *Beljin*, EuR 2002, 351, 353.

<sup>57</sup> *Veil*, in: Veil, European Capital Markets Law, § 3 Rn. 15.

<sup>58</sup> *Buck-Heeb*, WM 2020, 157, 159; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Einl. Rn. 54 f.; *J. Koch*, AG 2019, 273, 278 f.; vgl. generell EuGH, Urt. v. 18.1.1984, C-327/82, ECLI:EU:C:1984:11, Rn. 11 – Ekro, BeckRS 2004, 70817; *Veil*, in: Veil, European Capital Markets Law, § 5 Rn. 35.

<sup>59</sup> Vgl. § 10 D. II.

<sup>60</sup> So auch *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 93; a. A. *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 133 f.

<sup>61</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 5 MAR; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 113; wie hier *Breuer*, Wissen, S. 38 f.

Vorschrift des Mitgliedstaates Y, die etwa ausschließlich das Wissen von Führungskräften als relevant erachtet.

Zwar ist insoweit noch eine Übertragungslösung denkbar, die die Mitgliedstaaten dazu zwingt, ihre jeweiligen nationalen Zurechnungsregelungen im Lichte des Unionsrechts und daher gegebenenfalls mit erforderlichen Modifikationen anzuwenden. So verfährt der BGH etwa, wenn es um die Wissenszurechnung im Rahmen eines nationalen Tatbestands geht, der eine EU-Richtlinie umsetzt. Im gleichen Atemzug wie der Gerichtshof auf die Zurechnungsregel des § 166 BGB verweist, verdeutlicht er, „dass die nationalen Gerichte gehalten sind, das nationale Recht so weit wie möglich im Licht des Wortlauts und der Zielsetzung der betreffenden Richtlinie (hier der effektiven Bekämpfung von Steuerhinterziehungen und etwaigen Missbräuchen) auszulegen“.<sup>62</sup> Der BGH spricht insoweit von einer „europarechtskonforme[n] Wissenszurechnung über analog angewendete Zurechnungsvorschriften“.<sup>63</sup>

Während eine Übertragungslösung im Zusammenhang mit nationalem Umsetzungsrecht noch infrage kommt, ist sie im Rahmen von Verordnungsvorschriften nicht ausreichend, um die durch den Anwendungsvorrang erstrebte Einheit, Funktionsfähigkeit und Wirksamkeit des Unionsrechts zu sichern. Denn mit der Übertragungslösung müsste man eine Wissenszurechnung dadurch vornehmen, dass man diverse Regelungen einzelner Mitgliedstaaten auf den Sachverhalt anwendet, der durch die Verordnung geregelt werden soll. Hierdurch würde aber der eigenartige Eindruck erweckt, dass der Verordnungstext an sich nicht ausreichend ist, um den infrage stehenden Sachverhalt vollständig zu erfassen. Dies ist insbesondere in solchen Fällen problematisch, in denen es um Verordnungsvorschriften wie Art. 17 MAR i. V. m. Art. 30 MAR geht, die Sanktionscharakter haben. Denn anders als bei nationalem Umsetzungsrecht würde jedenfalls das in Art. 49 Abs. 1 GRCh und Art. 7 Abs. 1 EMRK verankerte Gesetzlichkeitsprinzip missachtet, wenn ein Pflichtenkanon eingeführt würde, der nicht mehr dem Normtext der Verordnungsvorschrift selbst, sondern nur vereinzelt nationalen Zurechnungsregelungen entnommen werden kann.<sup>64</sup>

Damit einhergehend gestaltet sich die Wissenszurechnung auch im Zusammenhang mit anderen Vorschriften der MAR unionsrechtlich autonom und ohne Rückgriff auf nationale Zurechnungsmechanismen. So wird etwa aus der Bestimmung des Art. 9 Abs. 1 lit. a MAR hergeleitet, dass eine juristische Person die Insidertatbestände der Art. 8 Abs. 1 und Art. 10 Abs. 1 MAR erfüllt, wenn eine natürliche Person, die im Auftrag der Gesellschaft handelt, die Insiderinformation hat und eine entsprechende Organisationspflicht bestand, der nicht nachgekommen worden ist.<sup>65</sup> Auch hier sei angesichts der vollharmonisierenden Wirkung der MAR nicht auf das

<sup>62</sup> Hierzu und zum Folgenden BGH WM 2018, 2028, Rn. 197.

<sup>63</sup> So auch im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 127, 152.

<sup>64</sup> Zu Art. 7 EMRK und Art. 49 GRCh vgl. § 8 F. II.

<sup>65</sup> Vgl. *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 10 Rn. 103 f.; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1290 ff.



ationale Recht abzustellen, vielmehr müsse die Antwort aus dem Unionsrecht abgeleitet werden.<sup>66</sup> Insbesondere sei die Wissenszurechnung ebenfalls „im Wege der [unionsautonomen] *Auslegung* zu ermitteln“.<sup>67</sup> Was schließlich das Verhältnis von nationalen Zurechnungsregeln zu anderen supranationalen Übereinkünften, wie etwa dem UN-Kaufrecht angeht, werden nationale Wissenszurechnungsregeln auch dort stets als Kollisionsrecht eingeordnet, das hinter das übergeordnete Gemeinschaftsrecht zurücktritt.<sup>68</sup>

## E. Das *Respondeat-Superior-Prinzip* des Art. 101 AEUV

### I. Zweck der Untersuchung

Es hat sich herausgestellt, dass mithilfe der Auslegungslösung zu ermitteln ist, welche Zurechnungsanforderungen der Tatbestand des Art. 17 MAR aufstellt. Bevor Art. 17 MAR dementsprechend daraufhin untersucht wird, auf wessen Wissen es bei der Ad-Hoc-Publizität ankommt, ist es hilfreich, sich einen Eindruck davon zu verschaffen, welche Gesichtspunkte aus unionsrechtlicher Sicht entscheidend sind, um einem Tatbestand zu entnehmen, welche Anforderungen er an eine Zurechnung stellt. Hierzu bietet es sich an, unionsrechtliche Tatbestände zu betrachten, in denen weitgehend Einigkeit darüber besteht, welche unternehmensangehörigen Personen von einer Zurechnung erfasst sein sollen und welche nicht.

Zu solchen Tatbeständen gehört etwa das primärrechtliche Kartellverbot nach Art. 101 AEUV, das sich ausschließlich an „Unternehmen“ richtet und in genauso geringem Umfang wie Art. 17 Abs. 1 MAR Vorgaben dazu macht, auf welche natürlichen Personen bei einer Zurechnung abzustellen ist. Zwar wird sich herausstellen, dass es in Art. 101 AEUV nicht um eine Wissenszurechnung, sondern um eine Verhaltenszurechnung geht. Indem man sich jedoch mit den Zurechnungserwägungen auseinandersetzt, die im Zusammenhang mit Art. 101 AEUV eine Rolle spielen, können auch Erkenntnisse dafür gewonnen werden, auf welche Faktoren es bei einer Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ankommt.<sup>69</sup>

<sup>66</sup> *Kumpant/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 9 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 22.

<sup>67</sup> *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1289 (Hervorhebung durch Verfasser); *Klöhn*, ZBB 2017, 261, 264: „Wo genau die Zurechnungsgrenzen verlaufen, besagt die MAR freilich nicht, so dass Grundsätze einer EU-weiten insiderrechtlichen Wissenszurechnung entwickelt werden müssen“; vgl. dazu auch § 10 D.

<sup>68</sup> Zur autonomen Wissenszurechnung vgl. *Gruber*, in: MüKo-BGB, Art. 40 CISG Rn. 7: „Auf das unvereinheitlichte nationale Recht ist in dieser Frage auf Grund der vorrangigen Regelung im CISG nicht zurückzugreifen“; *Kröll*, in: Kröll/Mistelis/Perales Viscasillas, CISG, Art. 40 Rn. 11: „national rules that assume that commercial sellers always have knowledge about the non-conformity of the goods are not applicable“.

<sup>69</sup> Vgl. auch *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 224 ff.



## II. Auslegung des „Unternehmens“ als Ausgangspunkt

Nach Art. 101 AEUV ist es Unternehmen untersagt, Vereinbarungen, Beschlüsse oder sonstige abgestimmte Verhaltensweisen zu tätigen, die eine Beeinträchtigung des Wettbewerbs auf dem Binnenmarkt bezwecken oder bewirken. Um herauszufinden, ob ein Unternehmen die verbotenen Verhaltensweisen ausgeführt hat, kommt es darauf an, was unter einem „Unternehmen“ i. S. d. Art. 101 AEUV zu verstehen ist. Ausgangspunkt ist also der unionsautonome Begriff des „Unternehmens“, der sich nicht an einem einzelnen Rechtsträger, sondern funktional an einer wirtschaftlich tätigen Einheit orientiert.<sup>70</sup> Danach ist jede Einheit, die eine wirtschaftliche Tätigkeit ausübt, indem sie Güter oder Dienstleistungen entgeltlich anbietet, als Unternehmen i. S. d. Art. 101 AEUV anzusehen.<sup>71</sup> In Absage an einen institutionellen Unternehmensbegriff, der etwa an bestimmte Rechtsformen anknüpft, kommt es für den funktionalen Unternehmensbegriff mithin darauf an, wie die betrachtete Einheit handelt, um bestimmen zu können, ob sie Normadressat des Kartellverbots ist oder nicht.<sup>72</sup>

Konsequenterweise wird auch die Zurechnung aus dem Begriff des „Unternehmens“ gewonnen, wie er im Kontext des Art. 101 AEUV verstanden wird. So bilden alle Arbeitnehmer, die berechtigt sind, nach außen für das Unternehmen wirtschaftlich tätig zu werden, und damit die Möglichkeit haben, kartellrechtsrelevante Verhaltensweisen auszuführen, eine wirtschaftliche Einheit im Sinne des EU-Wettbewerbsrechts.<sup>73</sup> Darauf aufbauend wird das Verhalten solch berechtigter Mitarbeiter vollumfänglich zugerechnet,<sup>74</sup> und zwar unabhängig davon, welche Stellung sie in der Unternehmenshierarchie einnehmen.<sup>75</sup> Insoweit greift auch das primär-

<sup>70</sup> EuGH, Urt. v. 10.9.2009, C-97/08 P, ECLI:EU:C:2009:536, Rn. 55, 58 f. – Akzo Nobel, EuZW 2009, 816; EuGH, Urt. v. 19.7.2012, C-628/10 P, C-14/11 P, ECLI:EU:C:2012:479, Rn. 43 f. – Alliance One International; EuGH, Urt. v. 11.7.2013, C-444/11 P, ECLI:EU:C:2013:464, Rn. 157 – Team Relocations, BeckRS 2013, 81474.

<sup>71</sup> Vgl. EuGH, Urt. v. 1.7.2008, C-49/07, ECLI:EU:C:2008:376, Rn. 21 f. – MOTOE, EuZW 2008, 605 m. Anm. Fuders; EuGH, Urt. v. 26.3.2009, C-113/07, ECLI:EU:C:2009:191, Rn. 69 – Selex, BeckRS 2009, 70333.

<sup>72</sup> Zimmer, in: Immenga/Mestmäcker, Wettbewerbsrecht, Art. 101 AEUV Rn. 14.

<sup>73</sup> EuGH, Urt. v. 16.9.1999, C-22/98, ECLI:EU:C:1999:419, Rn. 26 – Becu, WuW 2000, 83; EuGH, Urt. v. 7.2.2013, C-68/12, ECLI:EU:C:2013:71, Rn. 25 – Slovenská sporiteľňa; im Anschluss an EuGH, Urt. v. 7.6.1983, C-100/80 bis 103/80, ECLI:EU:C:1983:158, Rn. 97 – Musique Diffusion française.

<sup>74</sup> EuGH, Urt. v. 7.6.1983, C-100/80 bis 103/80, ECLI:EU:C:1983:158, Rn. 97 f. – Musique Diffusion française; EuGH, Urt. v. 18.9.2003, C-338/00 P, ECLI:EU:C:2003:473, Rn. 98 – Volkswagen, WuW 2003, 1207; EuG, Urt. v. 15.3.2000, T-25/95, ECLI:EU:T:2000:77, Rn. 1312 ff. – Cimenteries CBR, WuW 2000, 425; EuG, Urt. v. 20.3.2002, T-9/99, ECLI:EU:T:2002:70, Rn. 275 – HFB Holding, WuW 2002, 519; EuG, Urt. v. 29.4.2004, T-236/01, ECLI:EU:T:2004:118, Rn. 277 – Tokai Carbon; EuG, Urt. v. 15.12.2010, T-141/08, ECLI:EU:T:2010:516, Rn. 258 – E.ON Energie, WuW 2011, 163.

<sup>75</sup> EuGH, Urt. v. 21.7.2016, C-542/14, ECLI:EU:C:2016:578, Rn. 24 – VM Remonts, WuW 2016, 423; Mestmäcker/Schweitzer, Europäisches Wettbewerbsrecht, § 22 Rn. 26; Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 225.

rechtlich determinierte Kartellrecht nicht auf nationale Zurechnungsmechanismen zurück, sondern ermittelt mithilfe einer Auslegung der infrage stehenden Vorschrift, an welche natürliche Person angeknüpft werden muss, um den Verstoß einer Organisation zu begründen.

### III. Gedanke des *Respondeat Superior*

Um herauszufinden, auf welche Grundsätze sich das Unionsrecht bezieht, um eine Zurechnung zu entwickeln, sollen auch die Erwägungen dargestellt werden, auf denen die Zurechnung im Rahmen des Art. 101 AEUV beruht. Die weitgehende Zurechnung im Zusammenhang mit dem unionalen Kartellverbot fußt auf dem Modell der im anglo-amerikanischen Rechtsraum geläufigen *vicarious liability*.<sup>76</sup> Diese gründet auf dem Gedanken des *respondeat superior*<sup>77</sup> und sieht demnach eine strikte Zurechnung von Mitarbeiterdelikten vor, sofern sie in Ausführung der übertragenen Verrichtung („in the course of employment“) begangen werden.<sup>78</sup> Auch Vorsatztaten des Verrichtungsgehilfen werden dem Geschäftsherrn zugerechnet.<sup>79</sup> Im Falle von juristischen Personen zählen zu den *employees* auch Geschäftsleiter des Unternehmens.<sup>80</sup> Im Rahmen der *vicarious liability* haftet der Geschäftsherr strikt für die Verwirklichung des Delikts durch den Mitarbeiter, und zwar unabhängig davon, ob der Geschäftsherr selbst pflichtwidrig oder schuldhaft gehandelt hat.<sup>81</sup>

Die Zurechnung des Verhaltens unternehmensangehöriger Mitarbeiter wird darauf zurückgeführt, dass der Prinzipal durch den Einsatz von Hilfspersonen das Risiko eines Fehlverhaltens erhöht und gleichzeitig von der Arbeitsteilung profitiert.<sup>82</sup> Daher spielt nicht nur die Nutznießerschaft,<sup>83</sup> sondern auch die Organisationsverantwortlichkeit eine tragende Rolle, um eine weitgehende Zurechnung zu

<sup>76</sup> Wörtlich: indirekte Haftung. Vgl. Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 214.

<sup>77</sup> Wörtlich: Es soll der Vorgesetzte antworten. Vgl. etwa Biermann, in: Immenga/Mestmäcker, Wettbewerbsrecht, Vorb. Art. 23 f. VO 1/2003 Rn. 129. Allgemein Atiyah, Vicarious Liability, S. 382; Wicke, Respondeat Superior, S. 155 ff., S. 216 ff.

<sup>78</sup> *Various Claimants v Catholic Child Welfare Society* [2013] 2 A.C. 1, Rn. 35; Atiyah, Vicarious Liability, S. 99: „There is no more settled doctrine in the law of tort than that a master is liable for the torts of a servant committed in course of employment“.

<sup>79</sup> *Lister v Hesley Hall Ltd* [2001] UKHL 22, Rn. 25 ff.

<sup>80</sup> Atiyah, Vicarious Liability, S. 45 f.

<sup>81</sup> *Jetivia SA v Biltal Ltd* [2015] UKSC 23, Rn. 70 (per Lord Sumption); *Stavely Iron and Chemical Co. v Jones* [1956] A.C. 627, 639; *Peel/Goudkamp*, Winfield & Jolowicz on Tort, Rn. 21–001. Ähnlich etwa auch nach französischem Recht, vgl. Art. 1241 Abs. 5 Code civil; Art. 121–2 Abs. 1 Code pénal; Cass. crim., 24. 10. 2000, No. 00–80.378; *Viney/Jourdain*, Les conditions de la responsabilité, Rn. 442–2, 798, 809.

<sup>82</sup> *Dubai Aluminium Company Ltd v Salaam* [2002] UKHL 48.

<sup>83</sup> Biermann, in: Immenga/Mestmäcker, Wettbewerbsrecht, Vorb. Art. 23 f. VO 1/2003 Rn. 129.

begründen.<sup>84</sup> Insoweit weist der Gedanke, der der *vicarious liability* zugrunde liegt, Parallelen zu den bereits thematisierten Wissensorganisationspflichten auf.<sup>85</sup> Denn auch die mit Wissensorganisationspflichten verbundenen Verhaltensanforderungen an eine juristische Person werden damit begründet, dass die Arbeitsteilung innerhalb einer Organisation das Risiko für den Rechtsverkehr erhöht und gleichzeitig Vorteile für das Unternehmen generiert.<sup>86</sup> Dementsprechend werden Wissensorganisationspflichten – wie sämtliche Pflichten, die daraus resultieren, dass eine Gefahrenquelle eröffnet wird – im Bereich der Verkehrspflichten verortet.<sup>87</sup>

Die *vicarious liability* entspricht funktional dem § 831 BGB,<sup>88</sup> geht aber in zweierlei Hinsicht über diesen hinaus. Zum einen wird die *vicarious liability* nicht nur im Rahmen der zivilrechtlichen *tort liability*, sondern auch im Straf- und Sanktionsrecht angewandt,<sup>89</sup> wodurch sich erklären lässt, warum sie auch im Rahmen des rechtsgebietsneutralen Art. 101 AEUV eine Rolle spielt. Zum anderen handelt es sich bei der *vicarious liability* – anders als bei § 831 BGB – um eine Risikohaftung für fremdes Verschulden und nicht um eine Haftung für eigenes Auswahl- oder Überwachungsverschulden.<sup>90</sup>

Im Zuge der Übertragung auf Art. 101 AEUV erfährt die Grundkonzeption der *vicarious liability* gewisse Modifikationen. Nach nunmehr herrschender Meinung beschreibt die *vicarious liability* nämlich den Vorgang, dass ein Haftungstatbestand vollständig von einer natürlichen Person erfüllt und die daraus resultierende Haftung dieser natürlichen Person auf den Prinzipal übergeleitet wird (Haftungszurech-

---

<sup>84</sup> *Mansdörfer/Timmerbeil*, EuZW 2011, 214, 217. Mit der Risikohaftung und dem Opferschutz wird gleichfalls die weite Zurechnung im französischen Unternehmensstrafrecht gerechtfertigt, wonach einem Unternehmen das Verhalten sämtlicher Organwalter und Gehilfen als eigenes zugerechnet wird, Art. 121 – 2 Abs. 1 Code pénal, Art. 1241 Abs. 5 Code civil, vgl. hierzu *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 212.

<sup>85</sup> Vgl. eingehend § 9.

<sup>86</sup> *Waltermann*, AcP 192 (1992), 181, 197.

<sup>87</sup> *Guski*, ZHR 184 (2020), 363, 372; *Habersack/Foerster*, in: GK-AktG, § 78 Rn. 41.

<sup>88</sup> Und nicht dem § 31 BGB, vgl. *Schall*, in: *Schall, Companies Act*, Vor Part 4 Rn. 15.

<sup>89</sup> *Edwards*, 14 M.L.R. (1951), 334 ff.; *Kraakman*, in: *Faure, Tort Law and Economics*, S. 134, 145: „The vicarious liability regime that accounts for most corporate liability in the United States makes no distinction between civil and criminal liability. It is well-accepted that when corporate agents commit crimes within the scope of their employment, firms can be criminally prosecuted on a theory of vicarious liability – just as firms are vicariously liable for the civil torts of their agents“.

<sup>90</sup> *Teichmann*, in: *Jauernig, BGB*, § 831 Rn. 1. Das Entstehen für fremdes Verhalten findet sich im deutschen Recht etwa in der Zurechnungsnorm des § 278 BGB, die aber nicht universell, sondern nur dann anwendbar ist, soweit bereits ein Schuldverhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner existiert. Zum funktionalen Verhältnis der §§ 831, 278 BGB zur *vicarious liability* vgl. *Peel/Goudkamp*, *Winfield & Jolowicz on Tort*, Rn. 21 – 006 mit Fn. 17. Wie bei der *vicarious liability* haftet die juristische Person nach § 31 BGB zwar für fremdes Verhalten, jedoch ist der personelle Anwendungsbereich der Vorschrift im Gegensatz zur *vicarious liability* auf den Vorstand beschränkt.

nung).<sup>91</sup> Dagegen kann es sich im Rahmen des unionsrechtlichen Kartellverbots immer nur um eine Zurechnung von Verhalten und nicht von Haftung handeln, da Normadressat ausschließlich das „Unternehmen“ und nicht der einzelne Mitarbeiter ist (Verhaltenszurechnung).<sup>92</sup> Das Kartellverbot knüpft somit nicht an die überwiegende Auffassung an, die die *vicarious liability* als Haftungszurechnung ansieht, sondern beruht auf der von Stevens favorisierten Ansicht, der die *vicarious liability* als Verhaltenszurechnung einordnet („vicarious action“).<sup>93</sup> Dementsprechend distanziert sich das Kartellverbot auch von der Voraussetzung, dass es sich um ein schuldhaftes Verhalten des unternehmensangehörigen Mitarbeiters handeln muss, da es bei der Verhaltenszurechnung lediglich darum geht, das Handeln oder Unterlassen eines Mitarbeiters – losgelöst von einem daran anknüpfenden Verschuldensvorwurf – als solches des Unternehmens anzusehen. Dies ist im Rahmen des Art. 101 AEUV nur konsequent, als es für einen Kartellverstoß – zumindest auf Ebene des Primärrechts – nicht auf ein Verschulden ankommt.<sup>94</sup>

#### IV. Keine Anwendung bei Wissensnormen

Besonderes Augenmerk sollte darauf gelegt werden, dass es im Rahmen des Art. 101 AEUV und dem zugrunde liegenden Prinzip des *respondeat superior*, wie eingangs erwähnt, nicht um die Zurechnung von Wissen, sondern um die Zurechnung von Verhalten geht. So hat der EuGH klargestellt, „dass die Anwendung des Art. 101 AEUV keine Handlung und nicht einmal Kenntnisse der Inhaber oder Geschäftsführer des betreffenden Unternehmens voraussetzt, sondern die Handlung einer Person genügt, die berechtigt ist, für das Unternehmen tätig zu werden“.<sup>95</sup> Daher besteht auch unter diesem Gesichtspunkt eine Parallele zu Wissensorganisationspflichten, die von dem Normadressaten ein Wissenmüssen, das heißt ein Verhalten fordern.<sup>96</sup> Genauso wie das Unternehmen für die Zwecke des Art. 101 AEUV das arbeitsteilige Vorgehen so zu organisieren hat, dass keine Kartellverstöße begangen

<sup>91</sup> *Majrowski v Guy's & St. Thomas's NHS Trust* [2006] UKHL 34. Eine solche Konstruktion ist dem deutschen Recht etwa im Zusammenhang mit dem Staatshaftungsanspruch aus § 839 BGB i. V. m. Art. 34 GG bekannt, im Rahmen dessen die Haftung des Beamten auf den Staat übergeleitet wird.

<sup>92</sup> Zwar kann auch eine einzelne natürliche Person „Unternehmen“ i. S. d. Art. 101 AEUV sein, jedoch findet eine Verhaltenszurechnung auch dann statt, wenn der Mitarbeiter selbst kein „Unternehmen“ ist, einem solchen aber angehört.

<sup>93</sup> *Stevens*, 123 L. Q. R. (2007), 30 im Anschluss an *Middleton v Fowler* 91 E. R. 247; *Ackworth v Kempe* 99 E. R. 30.

<sup>94</sup> Erst bei Vorschriften wie § 33a GWB (Schadensersatzhaftung) oder Art. 23 Abs. 1 VO 1/2003/EG (Bußgeldhaftung, umgesetzt in § 81 GWB) kommt es auf ein Verschulden an.

<sup>95</sup> EuGH, Urt. v. 7. 2. 2013, C-68/12, ECLI:EU:C:2013:71, Rn. 25 – *Slovenská sporiteľňa*, NZKart 2013, 146; im Anschluss an EuGH, Urt. v. 7. 6. 1983, C-100/80 bis 103/80, ECLI:EU:C:1983:158, Rn. 97 – *Musique Diffusion française*.

<sup>96</sup> Vgl. dazu § 6.

werden, soll es nach Befürwortern von Wissensorganisationspflichten so organisiert sein, dass Informationen die jeweilige zuständige Stelle erreichen. Wollte man daher die Figur des *respondeat superior* nach unionskartellrechtlichem Vorbild auch auf Art. 17 Abs. 1 MAR anwenden und damit dem Emittenten jegliches Mitarbeiterwissen zurechnen, würde die so begründete Form der Wissenszurechnung funktional genau jenen Wissensorganisationspflichten entsprechen, die auf die Ad-Hoc-Publizität aus den bereits genannten Gründen keine Anwendung finden sollen.<sup>97</sup>

Daher spielt der Gedanke des *respondeat superior* für die vorliegende Untersuchung nicht deshalb eine Rolle, weil er auf die Ad-Hoc-Publizität übertragen werden soll.<sup>98</sup> Im Gegenteil, da sich bereits herausgestellt hat, dass Art. 17 Abs. 1 MAR von dem Emittenten keine Wissensorganisation verlangt, muss im Zusammenhang mit der Ad-Hoc-Publizität gerade auf andere Zurechnungserwägungen als den *respondeat superior* zurückgegriffen werden. Dass die Zurechnung im Rahmen des Art. 101 AEUV auf dem Gedanken des *respondeat superior* beruht, ist hierbei deshalb von Bedeutung, weil auf diese Weise das *Common Law* als die Rechtsordnung ausfindig gemacht werden kann, auf die das Unionsrecht zurückgreift, um Zurechnungsmechanismen zu entwickeln. Für eine Zurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ist daher interessant, welche Zurechnungserwägungen das *Common Law* für solche Fälle bereitstellt, in denen es die Figur des *respondeat superior* nicht anwendet.

In der Tat stellt das *Common Law* nicht auf den Gedanken des *respondeat superior* ab, wenn es um Vorschriften geht, die voraussetzen, dass die juristische Person selbst von einem bestimmten Umstand Kenntnis hat.<sup>99</sup> So ist es insbesondere im Rahmen von Sanktionsvorschriften des angelsächsischen Rechtskreises, die regelmäßig die *mens rea* des Normadressaten voraussetzen,<sup>100</sup> nicht möglich, dass eine juristische Person im Rahmen einer Vorschrift, die gerade ihr Wissen voraussetzt, nach dem Prinzip der *vicarious liability* haftet. Andernfalls müsste, so wird angeführt, die Organisation für den kognitiven Zustand einer jeden natürlichen Person eintreten, die dem Unternehmen in irgendeiner Weise angehört.<sup>101</sup> Dass das *Common Law* demnach strikt zwischen einer Wissenszurechnung und einer Verhaltenszurechnung unterscheidet, bringt zutreffend zum Ausdruck, dass Risikoerwägungen, wie sie zur

<sup>97</sup> Vgl. § 9. Vgl. insbesondere Lipton, 92 Wash. U. L. Rev. (2015), 1261, 1285 ff. zur Ablehnung der *vicarious liability* und des Gedankens der Unternehmensorganisation auf die wissensabhängige Kapitalmarktinformationshaftung in den USA nach Section 10(B). S. auch Langevoort, 146 U. Pa. L. Rev. (1997), 101, 128; Jones, 57 B. C. L. Rev. (2016), 695, 706 f. zur Ablehnung einer weiten Wissenszurechnung, um aus einer Wissenshaftung keine Fahrlässigkeitshaftung werden zu lassen.

<sup>98</sup> Gegen eine Übertragung i. E. auch Gaßner, Ad-hoc-Publizität, S. 132 f.; a. A. wohl Breuer, Wissen, S. 40 f., 77, 78 f.

<sup>99</sup> Ferran, 127 L. Q. R. (2011), 239, 240: „But where a company „itself“ needs to have done something or to have had a particular state of mind, as in those *mens rea* criminal offences where vicarious liability does not apply, a basis for attribution of action to the company as its own activity is required“.

<sup>100</sup> Vgl. zu dem Begriff der *mens rea* § 6 C. II. 2.

<sup>101</sup> Sealy/Worthington, Company Law, S. 146.

Begründung der *vicarious liability* und zur Wissensorganisation angeführt werden, eine exzessive Haftung einer Organisation zur Folge hätten, wenn man statt an ein Verhalten an bloß kognitive Zustände der Unternehmensangehörigen anknüpft.<sup>102</sup> Somit zeigt das *Common Law* als der Geburtsort der *vicarious liability* ihrem Anwendungsbereich zugleich auch ihre Grenzen auf.

Hieraus folgt, dass selbst solche Rechtsordnungen, die grundsätzlich eine sehr umfassende Verantwortung der juristischen Person für jegliche Mitarbeiter nach dem Prinzip des *respondeat superior* vorsehen und damit als Blaupause für Unionsvorschriften wie etwa den Art. 101 AEUV dienen, funktional dieselbe Einschränkung vornehmen, die etwa Grigoleit mit dem Begriff der „absoluten Wissensnorm“ betitelt. Absoluten Wissensnormen sind nämlich ebenfalls Aspekte von Organisationspflichten fremd, da der Tatbestand durch die Anforderung des „Wissens“ ausgedrückt, dass Ausflüsse eines Wissenmüssens als Verhaltensanordnung gerade keine Anwendung finden sollen.<sup>103</sup> Daher ist auch ausschließlich Wissen und kein Verhalten zuzurechnen, wenn eine Vorschrift ein Wissen des Normadressaten voraussetzt. Diesem Spektrum ist schließlich die Rechtsprechung des BGH zur vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung nach § 826 BGB zuzuordnen, als auch dort die Anwendung von Wissensorganisationspflichten verneint wurde, da es für die Feststellung der Sittenwidrigkeit der „Kenntnisse, Absichten und Beweggründe des Handelnden“ bedurft hätte.<sup>104</sup> Eine Wissenszurechnung oder Wissenszusammenrechnung durch Berücksichtigung des Wissens anderer Mitarbeiter im Rahmen einer Wissensorganisation der juristischen Person sei dabei ausgeschlossen. Es könne also nicht auf die Feststellung verzichtet werden, ob der Vorstand einer juristischen Person oder ein sonstiger verfassungsmäßiger Vertreter i. S. d. § 31 BGB persönlich die objektiven und subjektiven Tatbestandsvoraussetzungen des § 826 BGB verwirklicht hätten.

## **F. Kontextabhängige Auslegung bei kenntnisabhängiger *Primary Liability***

### **I. Ausschließlich *Primary Liability* nach Art. 17 Abs. 1 MAR**

Wie sich aus den vorgehenden Ausführungen ergeben hat, ist der Weg über die Grundsätze des *respondeat superior* versperrt, wenn der infrage stehende Tatbestand ein Wissen der juristischen Person voraussetzt. Dementsprechend geht es bei der Wissensnorm des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht mehr darum, der juristischen Person eine Haftung oder ein Verhalten einer natürlichen Person im Wege der *vicarious liability* zuzurechnen. Es steht vielmehr die Frage im Raum, das Wissen welchen

<sup>102</sup> Zur Wirkung von Haftungsrisiken vgl. § 4 B. I. 5.

<sup>103</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170.

<sup>104</sup> BGH NJW 2017, 250, Rn. 16, 21, 27.

Mitarbeiters dafür ausschlaggebend sein soll, dass die Gesellschaft selbst Kenntnis hat und folglich aus eigenem und nicht aus fremdem Verhalten haftet.

Im Gegensatz zu der Haftung aus fremdem Verhalten nach den Grundsätzen der *vicarious liability*<sup>105</sup> handelt es sich im Zusammenhang mit Wissensnormen daher stets um eine Haftung aus eigenem Verhalten in Form der sog. *primary liability*.<sup>106</sup> Die Zurechnung einer vereinzelter Wissenskomponente löst damit die selbständige Haftung der juristischen Person aus, für die es auf ein subjektives Element bei der Zuwiderhandlung ankommt.<sup>107</sup> Wie die in Art. 101 AEUV verwendete Figur des *respondeat superior* ist dieser Ansatz ebenfalls im *Common Law* geläufig, weswegen sich dort eine umfangreiche Kasuistik zu der Frage herausgebildet hat, auf welche Weise Wissen zugerechnet werden soll, wenn bestimmte Zurechnungsregeln, wie etwa jene des Stellvertretungsrechts (*agency law*) oder der *vicarious liability* nicht angewandt werden.

So beschäftigte sich die englische Leitentscheidung *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission*<sup>108</sup> mit der Wissenszurechnung im Rahmen der Section 20(3) und (4) des New Zealand Securities Amendment Act 1988.<sup>109</sup> Danach ist eine (natürliche oder juristische) Person verpflichtet, eine Mitteilung an die entsprechende Behörde abzugeben, sobald sie eine bestimmte Schwelle von Anteilen überschreitet, die sie an einer gelisteten Gesellschaft hält, und hiervon Kenntnis hat oder Kenntnis haben musste („as soon as the person knows, or ought to know“). Infrage stand, ob die *Meridian Ltd* deshalb davon wusste, dass sie über den tatbestandlich einschlägigen Anteil verfügte, weil die beiden für den Anteilskauf zuständigen Investmentmanager von dem Anteilskauf Kenntnis hatten.<sup>110</sup> Nachdem Lord Hoffmann festgestellt hatte, dass Grundsätze des Vertretungsrechts und der *vicarious liability* nicht auf Section 20(3) und (4) angewandt werden können,

<sup>105</sup> Daher wird die *vicarious liability* auch als sog. indirekte Haftung bezeichnet, vgl. *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 214.

<sup>106</sup> Daher wird die *primary liability* auch als sog. direkte oder primäre Haftung bezeichnet, vgl. *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 216; *Atiyah*, *Vicarious Liability*, S. 3 f., S. 382 f.: „*personal liability*“. *Breuer*, *Wissen*, S. 77 f.

<sup>107</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 217 f., 234: „[Bei der *vicarious liability*] erfolgt [hingegen] die Zurechnung von Haftung, nicht von Wissen“.

<sup>108</sup> [1995] 2 A.C. 500.

<sup>109</sup> Section 20(3) und (4) New Zealand Securities Amendment Act 1988: (3) Every person who, after the commencement of this section, becomes a substantial security holder in a public issuer shall give notice that the person is a substantial security holder in the public issuer to – (a) the public issuer; and (b) any stock exchange on which the securities of the public issuer are listed. (4) Every notice under subsection (3) of this section shall – (a) be in the prescribed form; and (b) contain the prescribed information; and (c) be accompanied G by, or have annexed, such documents, certificates, and statements as may be prescribed; and (d) be given in the prescribed manner; and (e) be given as soon as the person knows, or ought to know, that the person is a substantial security holder in the public issuer (Hervorhebung durch Verfasser).

<sup>110</sup> Da das Gericht zu dem Ergebnis kam, dass das Wissen der Investmentmanager zuzurechnen ist, wurde ein Wissenmüssen der Führungsebene offenbar nicht mehr thematisiert.



favorisierte er die Auslegung dieser Vorschriften, um das relevante Wissen der Gesellschaft zu bestimmen. Dabei komme es auf die herkömmlichen Auslegungsgrundsätze („usual canons of interpretation“) an, die eine Deutung verlangen, die sich sowohl nach dem Wortlaut als auch dem Inhalt und dem Zweck der Regelung richtet („taking into account the language of the rule [...] and its content and policy“).<sup>111</sup>

Daran anknüpfend kam in der nachfolgenden Supreme Court Entscheidung *Jetivia SA v Bilt Ltd*<sup>112</sup> noch deutlicher zur Geltung, dass die Anforderungen an eine Wissenszurechnung durch Auslegung zu ermitteln sind. Denn während Lord Hoffmann die Auslegungslösung in *Meridian* noch als nur eine von mehreren Zurechnungsmöglichkeiten ansah,<sup>113</sup> erhoben Lord Mance, Lord Toulson und Lord Hodge die Interpretation des konkreten Tatbestands in *Jetivia* zur einzigen und universellen Methode, um das Wissen einer natürlichen Person als solches der juristischen Person zu behandeln.<sup>114</sup> Die Ausführungen in *Jetivia* beinhalten demnach nicht nur eine deutliche Absage an jegliche scheinbar allgemeinen Grundsätze der Wissenszurechnung, sondern auch an jede vermeintliche Hierarchie zwischen vorrangigen und nachrangigen Zurechnungsregeln.<sup>115</sup>

Dementsprechend werden auch im U.S.-amerikanischen Recht keine vermeintlich „allgemeinen“ Zurechnungsgrundsätze auf die Kapitalmarktinformationshaftung übertragen.<sup>116</sup> Vielmehr ist es auch dort der Mechanismus der Auslegung und nicht der Verweis auf angeblich übergeordnete Prinzipien, die der U.S.-Supreme Court wiederholt eingesetzt hat, um die Reichweite der kenntnisabhängigen Kapi-

<sup>111</sup> [1995] 2 A.C. 500, 507.

<sup>112</sup> [2015] UKSC 23.

<sup>113</sup> Ähnlich offenbar auch *Schall*, in: Schall, Companies Act, Vor Part 4 Rn. 16, der von einer Zweispurigkeit der Wissenszurechnung ausgeht. Beachte aber, dass die Aussagen in *Jetivia* erst im Jahr 2015 erfolgten. S. auch *Sealy*, C.L.J. 1995, 507, 509.

<sup>114</sup> [2015] UKSC 23, Rn. 41: „As Lord Hoffmann made clear in *Meridian Global*, the key to any question of attribution is ultimately always to be found in considerations of context and purpose. The question is: whose act or knowledge or state of mind is *for the purpose* of the relevant rule to count as the act, knowledge or state of mind of the company?“ (Hervorhebung im Text); Rn. 190 f.: „The relevance of the context in which the question is asked – Is X’s conduct or state of mind to be treated as the conduct or state of mind of the company for the purpose in hand? – is not limited to Lord Hoffmann’s third category. The legal context, i.e. the nature and subject matter of the relevant rule and duty, is always relevant to that question. [...] an analysis of the relevant case law supports that view in relation to each category of rules of attribution“. Vgl. auch das in die Entscheidung einfließende Urteil des Hong Kong Court of Final Appeal *Moulin Global Eyecare Trading Ltd v Inland Revenue Comr* [2014] 3 HKC 323, Rn. 41, 113.

<sup>115</sup> *Worthington*, 133 L. Q. R. (2017), 118, 124: „There is no magic hierarchy in Lord Hoffmann’s primary, general and special rules of attribution, and certainly no unusual legal consequences automatically accorded to attribution based on the primary rules. All are simply rules describing how to identify the person (or persons) whose acts count as the company’s for some particular purpose. Lord Hoffmann himself makes that plain“.

<sup>116</sup> *Central Bank of Denver v First Interstate Bank*, 511 U.S. 164, 182 ff. (1994).



talmarktinformationshaftung<sup>117</sup> nach der Section 10(b) des Securities Exchange Act of 1934<sup>118</sup> und der Rule 10b–5<sup>119</sup> zu bestimmen.<sup>120</sup> Die wissensabhängige Haftung wird mithin autonom ausgeformt,<sup>121</sup> während Zurechnungsgrundsätze, die in anderen Zusammenhängen verwendet werden, wie etwa solche des allgemeinen Deliktsrechts,<sup>122</sup> als gänzlich fehlplatziert („entirely misplaced“) verdrängt werden.<sup>123</sup> Vielmehr liege die zentrale Fragestellung darin, ob der Gesetzgeber die wissensabhängige Pflicht ausdrücklich oder auch nur implizit auf bestimmte Verhaltensweisen erstrecken wolle oder nicht.<sup>124</sup> Daher bestimmten der Wortlaut, die Tatbestandsstruktur und die Historie der infrage stehenden Regelung, unter welchen Voraussetzungen der Gesetzgeber eine Haftung des Normadressaten vorsieht.<sup>125</sup>

Wegen der Kontextabhängigkeit, die der Auslegungslösung naturgemäß inhärent ist, können auf Art. 17 Abs. 1 MAR zwar nicht die Ergebnisse übertragen werden, die bei der Untersuchung der einzelnen Haftungstatbestände durch die anglo-amerikanische Kasuistik hergeleitet worden sind. Jedoch ist die Herangehensweise der im *Common Law* herrschenden Auslegungslösung für die Zwecke des Unionsrechts eine

<sup>117</sup> Vgl. dazu *Ernst & Ernst v Hochfelder* 425 U.S. 185, 197 ff., 215 ff. (1976), wonach die Kenntnis (*scienter*) und nicht bloß ein Kennenmüssen des Emittenten (*issuer*) von der rechtswidrig verschwiegenen kursrelevanten Tatsache voraussetzt wird. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass genauso wie Art. 17 Abs. 1 MAR sowohl Section 10(b) des Securities Exchange Act of 1934 als auch die Rule 10b–5 das Wissen des Normadressaten nicht ausdrücklich erwähnen.

<sup>118</sup> 15 U.S.C. § 78j(b) (1976): It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security [...] any manipulative or deceptive device or contrivance [...].

<sup>119</sup> 17 C.F.R. § 240.10b–5 (1980): (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

<sup>120</sup> *Fischel*, 69 Cal. L. Rev. (1981), 80, 94 ff.: „Yet, it is precisely these tools of statutory construction – and not reliance upon common law doctrines – which the Supreme Court has repeatedly utilized to restrict the substantive scope of section 10(b)“.

<sup>121</sup> *Stoneridge Investment Partners, LLC v Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148, 162 ff. (2008).

<sup>122</sup> Gemeint war wohl die *vicarious liability*. Vgl. dazu *Lipton*, 92 Wash. U. L. Rev. (2015), 1261, 1285 ff.

<sup>123</sup> *Touche Ross & Co. v Redington* 442 U.S. 560, 568 (1979).

<sup>124</sup> *Touche Ross & Co. v Redington* 442 U.S. 560, 575 (1979): „The central inquiry remains whether Congress intended to create, either expressly or by implication, a private cause of action“; *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v Lewis*, 444 U.S. 11 (1979).

<sup>125</sup> *Touche Ross & Co. v Redington* 442 U.S. 560, 561 (1979): „The inquiry in a case such as this ends when it is determined on the basis of the statutory language and the legislative history that Congress did not intend to create, either expressly or by implication, a private cause of action“; *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v Lewis*, 444 U.S. 11, 18 (1979): „Such an intent may appear implicitly in the language or structure of the statute, or in the circumstances of its enactment“; *Fischel*, 69 Cal. L. Rev. (1981), 80, 81, 94 ff.

sinnvolle, wenn nicht die einzige Möglichkeit, eine Wissenszurechnung innerhalb von Tatbeständen vorzunehmen, in denen die Zurechnungsmodalität des vorausgesetzten Wissens nicht explizit adressiert ist.<sup>126</sup> Denn die Auslegungslösung ist ausreichend universell, um sie in jedweder Konstellation zum Einsatz zu bringen, da sie nicht etwa auf Vorschriften aus einem bestimmten Rechtsgebiet beschränkt ist.<sup>127</sup> Ein rechtsgebietsübergreifendes Zurechnungswerkzeug steht nicht nur mit den meisten mitgliedstaatlichen Rechtstraditionen im Einklang, die weniger intensiv als etwa das deutsche Recht in den Kategorien des Strafrechts, des Zivilrechts und des Öffentlichen Rechts denken.<sup>128</sup> Die Auslegungslösung wird auch der Materie des Unionsrechts selbst gerecht, dessen Tatbestände nach dem EuGH nicht gespalten, sondern autonom und einheitlich auszulegen sind.<sup>129</sup> Trotz ihrer flächendeckenden Verwendungsmöglichkeit würdigt die Auslegungslösung gleichzeitig die Eigenart der infrage stehenden Konstellation, indem sie den Tatbestand selbst und sämtliche in ihm adressierten Interessen zum alleinigen Maßstab der Wissenszurechnung erhebt.<sup>130</sup> Schließlich wird nur die Auslegungslösung dem europarechtlichen Anwendungsvorrang gerecht. Dieser stünde nämlich unter Beschuss, wenn die harmonisierende Wirkung unmittelbar geltenden Unionsrechts dadurch zersplittert würde, dass nationale Zurechnungsdogmen aus der normhierarchisch übergeordneten Vereinheitlichungsebene ein Minenfeld durchlöcherter Rechtsanwendung werden lassen. Daher weist J. Koch zutreffend darauf hin, dass die „Frage der Wissenszurechnung [...] hier also identisch mit der Frage nach dem Normzweck“ ist.<sup>131</sup>

Genauso wie aus Art. 101 AEUV die Verhaltenszurechnung sämtlicher berechtigter Mitarbeiter dadurch gewonnen wird, dass der Begriff des „Unternehmens“ unionsautonom ausgelegt und anhand des Grundgedankens des *respondeat superior* ausgefüllt wird, ist daher aus dem Wortlaut der „Bekanntgabe“ durch den „Emitenten“ in Art. 17 Abs. 1 MAR herauszudestillieren, auf welche natürliche Person

<sup>126</sup> Vgl. auch *Sealy/Worthington*, Company Law, S. 85: „The case [*Meridian*] is important for laying out the proper analytical steps, not for its factual conclusion“.

<sup>127</sup> *Ferran*, 127 L. Q. R. (2011), 239, 241; *Sealy*, 54 C. L. J. (1995), 507, 509: „This brings a welcome degree of flexibility into a difficult area of law“. Zur Anwendung der Auslegungslösung im Strafrecht vgl. insbesondere *Tesco Supermarkets Ltd v Natrass* [1972] A. C. 153; s. auch *Lennard's Carrying Co Ltd v Asiatic Petroleum Co Ltd* [1915] A. C. 705; *HL Bolton (Engeneering) Ltd v TJ Graham & Sons Ltd* [1957] 1 QB 159; *DPP v Kent and Sussex Contractors Ltd* [1944] KB 146; *R v ICR Haulage Ltd* [1944] KB 551. Vgl. § 10 D. III. für Beispiele aus dem deutschen Straf- und Öffentlichen Recht, in denen die Wissenszurechnung anhand der Auslegungslösung praktiziert wird.

<sup>128</sup> Vgl. *Rüthers/Stadler*, Allgemeiner Teil des BGB, § 1 Rn. 5.

<sup>129</sup> EuGH, Urt. v. 22. 11. 2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, Rn. 28 – Grøngaard, NJW 2006, 133; *Buck-Heeb*, WM 2020, 157, 159; vgl. hierzu bereits § 7 A. III.

<sup>130</sup> Zur Interessenabwägung, die der Auslegung und Zurechnung innewohnt vgl. *Bork*, ZGR 1994, 237, 242.

<sup>131</sup> *J. Koch*, AG 2019, 273, 279; *J. Koch*, ZGR 2020, 183, 194. Vgl. auch *Grigoleit*, in: *Grigoleit*, AktG, § 78 Rn. 47.

abzustellen ist, um das von Art. 17 Abs. 1 MAR geforderte Wissen der Gesellschaft herzuleiten. Dabei bietet es sich an, auch bei dieser Frage auf Orientierungspunkte zu rekurrieren, die durch das *Common Law* als derjenigen Rechtsordnung aufgestellt werden, die den unionsrechtlich anerkannten Grundgedanken des *respondeat superior* gerade in solchen Fällen durch eine Wissenszurechnung anhand der Auslegungslösung ersetzt, in denen der Tatbestand die Kenntnis der juristischen Person selbst voraussetzt.

## II. „Directing mind and will“

Während die Auslegungslösung bislang durch den Vorgang umschrieben wurde, dass die Wissenszurechnung aus der Interpretation des betrachteten Tatbestands zu gewinnen ist, fehlt es insoweit noch an einer Festlegung, welche Aussagen einer Vorschrift im Auslegungswege entnommen werden müssen, anhand derer die normenspezifische Wissenszurechnung vorgenommen werden kann.

Um sich der Antwort auf diese Frage zu nähern, hat man sich in Erinnerung zu rufen, dass kraft einer Wissenszurechnung so getan wird, als würde sich der kognitive Zustand separater Rechtspersönlichkeiten überlappen. Wird etwa das Wissen einer natürlichen Person in einer betrachteten Situation so behandelt, als sei es das Wissen einer juristischen Person, wird für die Zwecke eines bestimmten Tatbestands der Wissensinhalt der natürlichen Person als Schablone auf die von ihr rechtspersönlich verschiedene juristische Person gelegt. Auf diese Weise werden Rechtsfolgen gegenüber der juristischen Person hergeleitet, die eigentlich auf dem Wissensinhalt einer anderen Person beruhen. Ist dies das Ergebnis einer Wissenszurechnung, ist konsequenterweise die Erwägung voranzustellen, worin die Rechtfertigung dafür liegen soll, dass zwei verschiedene Rechtspersönlichkeiten in kognitiver Hinsicht als identisch behandelt werden. Welche Eigenschaften muss eine natürliche Person in der konkreten Situation also haben, damit eben ihr Wissen und nicht etwa das Wissen von hunderten oder tausenden anderen natürlichen Personen als Wissen der juristischen Person angesehen wird?<sup>132</sup>

Diese Fragestellung impliziert wiederum, dass die natürliche Person, auf deren Wissen abgestellt wird, verglichen mit allen anderen unternehmensangehörigen natürlichen Personen in dem betrachteten Zusammenhang eine erhöhte Bedeutung haben muss, um gerade ihr Wissen und nicht das Wissen der anderen als das Wissen der juristischen Person aufzufassen. So identifiziert Denning LJ in *HL Bolton (Engineering) Ltd v TJ Graham & Sons Ltd*<sup>133</sup> innerhalb einer juristischen Person zum einen natürliche Personen, die entsprechend einem menschlichen Körper das

<sup>132</sup> *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* [1995] 2 A.C. 500, 507 (per Lord Hoffmann): „Whose act (or knowledge, or state of mind) was for this purpose intended to count as the act etc. of the company?“ (Hervorhebung im Text).

<sup>133</sup> [1957] 1 QB 159.

„Gehirn“ und das „Nervenzentrum“ der Korporation darstellen und damit die Geschicke der Gesellschaft kontrollieren („brain and nerve centre which controls what it does“). Zum anderen soll es aber auch unternehmensangehörige natürliche Personen geben, die bloß die „Hände“ der juristischen Person sind und damit die Aufgaben ausführen, die ihnen von dem kontrollierenden „Hirn- und Nervenzentrum“ auferlegt werden („hands which hold the tools and act in accordance with directions from the centre“). Für die kontextabhängige Zurechnung komme es folglich nur auf solche natürlichen Personen an, die für die Zwecke des betrachteten Zusammenhangs dem „Hirn- und Nervenzentrum“ der juristischen Person angehören. Natürliche Personen, die in der entsprechenden Konstellation eine solche Bedeutung innerhalb des Unternehmens erlangen, werden als sog. *directing mind and will* der Gesellschaft bezeichnet, was es rechtfertigt, sie kontextabhängig als die Gesellschaft selbst, mithin punktuell als ihr „very ego“ anzusehen.<sup>134</sup>

### III. Ausschließlich funktionale Betrachtung des „Directing mind and will“

In den Anfängen des *directing mind and will*-Konzepts wurde das „Hirn- und Nervenzentrum“ einer Gesellschaft stets mit natürlichen Personen assoziiert, die der Führungsebene angehören, sodass sich die Zurechnung grundsätzlich auch auf solche Personen innerhalb des Unternehmens beschränkte.<sup>135</sup> Die Zurechnung auch auf unternehmensangehörige Personen nachgeordneter Hierarchieebenen zu erstrecken, wurde demnach nicht unter der Prämisse erwogen, dass sie selbst das *directing mind and will* darstellen könnten. Auf Personen nachgeordneter Hierarchieebenen konnte die Zurechnung allenfalls dadurch erweitert werden, dass bestimmte Aufgaben von der Führungsebene auf untergeordnete Mitarbeiter delegiert wurden. So belangte das House of Lords die *Tesco Supermarket Ltd* nicht für einen Verstoß gegen die Regeln zur Preisauszeichnung, da es nur ein örtlicher Filialleiter (*store manager*) und nicht die Führungsebene war, der die entsprechenden Vorschriften wissentlich missachtete.<sup>136</sup> Es wurde lediglich angedacht – im Ergebnis

---

<sup>134</sup> *Lennard's Carrying Co Ltd v Asiatic Petroleum Co Ltd* [1915] A.C. 705, 713 (per Viscount Haldane): The „active and directing will [of a corporation] must consequently be sought in the person of somebody who for some purposes may be called an agent, but who is really the directing mind and will of the corporation, the very ego and centre of the personality of the corporation“.

<sup>135</sup> Vgl. insbesondere *HL Bolton (Engineering) Ltd v TJ Graham & Sons Ltd* [1957] 1 QB 159, 172 (per Denning LJ): „Others are directors and managers who represent the directing mind and will of the company, and control what it does. The state of mind of these managers is the state of mind of the company and it treated as such“; S. auch *Lennard's Carrying Co Ltd v Asiatic Petroleum Co Ltd* [1915] A.C. 705, 713; *Tesco Supermarkets Ltd v Natrass* [1972] A.C. 153, 171.

<sup>136</sup> *Tesco Supermarkets Ltd v Natrass* [1972] A.C. 153.

aber verneint – die Zurechnung dadurch auf den Filialleiter zu erstrecken, dass die Aufgabe der Preisauszeichnung auf ihn delegiert worden war.<sup>137</sup>

Wie aber die *Meridian*-Entscheidung demonstriert, ist mit dem als *directing mind and will* bezeichneten „Hirn- und Nervenzentrum“ einer Gesellschaft nicht zwangsläufig die oberste Führungsebene gemeint. Im Einklang mit der Grundvoraussetzung der Auslegungslösung, dass die Zurechnung nicht pauschal, sondern normspezifisch zu bestimmen ist, bestätigt Lord Hoffmann in *Meridian*, dass der *directing mind and will* einer Gesellschaft nicht institutionell an der Hierarchieebene abzulesen, sondern funktional dem Tatbestand anzupassen ist, in dessen Kontext die Auslegungsmaxime des *directing mind and will* zu einer normspezifischen Wissenszurechnung führen soll.<sup>138</sup> Obwohl die beiden Investmentmanager der *Meridian Global Funds Management Asia Ltd* in der Unternehmenshierarchie unter der Führungsebene standen, anerkannte Lord Hoffmann sie für die Zwecke der Section 20(3) und (4) des Securities Amendment Act 1988 dennoch als *directing mind and will*, da es der Entscheidungsmacht (*authority*) der Investmentmanager unterlag, die infrage stehenden Anteile zu erwerben und damit die Publizitätspflicht auszulösen.<sup>139</sup> Daher war für die Zwecke der infrage stehenden Vorschrift ihr Wissen als das Wissen der juristischen Person anzusehen.

In der *Meridian*-Entscheidung verweist Lord Hoffmann unter anderem auf die im gleichen Jahr ergangene Entscheidung *Director General of Fair Trading v Pioneer Concrete (UK) Ltd*.<sup>140</sup> Dort war ein Sachverhalt zu beurteilen, in dem der *Pioneer Concrete (UK) Ltd* eine Unterlassungsverfügung für den Fall erteilt wurde, dass sie bestimmte Vereinbarungen traf, die nach Section 35 Restrictive Trade Practices Act 1976 rechtswidrig waren. Daraufhin schlossen Mitarbeiter der *Pioneer Concrete (UK) Ltd* entgegen ausdrücklicher Anweisung und ohne Wissen der Führungsebene solche rechtswidrigen Vereinbarungen ab, weswegen sich die Frage stellte, ob sich die Gesellschaft wegen Missachtung der Anordnung strafbar gemacht hat. Da es hierfür des kognitiven Elements der *mens rea* bedurfte, schied eine Haftung der Gesellschaft nach den Grundsätzen der *vicarious liability* aus.<sup>141</sup> Daher fragte das House of Lords danach, wer für die Zwecke des Abschlusses der rechtswidrigen Vereinbarungen als *directing mind and will* der *Pioneer Concrete (UK) Ltd* anzu-

<sup>137</sup> *Tesco Supermarkets Ltd v Natrass* [1972] A.C. 153, 174 (per Lord Reid).

<sup>138</sup> *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* [1995] 2 A.C. 500, 507; *Grantham*, 59 M.L.R. (1996), 732, 734.

<sup>139</sup> *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* [1995] 2 A.C. 500, 511: „Surely the person who, with the authority of the company, acquired the relevant interest“.

<sup>140</sup> [1995] 1 A.C. 456.

<sup>141</sup> [1995] 1 A.C. 456, 470: „Vicarious liability could only be an appropriate test to establish the liability of an employer company if the employee, in entering into the agreement, had himself committed the wrongful act, but this was not suggested. It would impose an unfair and intolerable burden upon companies if they were to be held liable for acts of their employees of which they were unaware, and which they had prohibited“; vgl. auch bereits § 10 E. IV.

sehen war. Infolge einer Auslegung des Restrictive Trade Practices Act 1976 kam das Gericht zu dem Ergebnis, dass wenn die Gesellschaft strafbar wegen Vereinbarungen sein soll, die ihre Existenz denjenigen Mitarbeitern einer juristischen Person verdanken, die sie entsprechend ihrer Entscheidungsmacht für die Gesellschaft abschließen konnten, ebendiese Mitarbeiter und nicht die Führungspersonen als kontextabhängiger *directing mind and will* zu qualifizieren seien. Auf dieser Grundlage wurde das Wissen der Angestellten als Wissen der *Pioneer Concrete (UK) Ltd* behandelt. Dass diese Entscheidung nicht auf den in *Tesco Supermarkets Ltd v Natrass* angeschnittenen Delegationsgrundsätzen beruht, ergibt sich bereits daraus, dass sich die Führungsebene der *Pioneer Concrete (UK) Ltd* sogar gegen den Abschluss solcher Vereinbarungen aussprach.

Nach der Auslegungsmaxime des *directing mind and will* ist die normspezifische Wissenszurechnung im Rahmen der infrage stehenden Vorschrift daher allein an der Frage auszurichten, welcher natürlichen Person innerhalb der Organisation die tatsächliche Entscheidungsmacht (*authority*) zukommt, die im konkreten Tatbestand adressierte Pflicht zu erfüllen.<sup>142</sup> So zeigt sich etwa in der Entscheidung *El Ajou v Dollar Land Holdings Plc*, dass das Wissen eines Mitglieds der Führungsebene nicht zugerechnet wird, wenn es keine tatsächlichen Einflussmöglichkeiten auf das tatbestandsmäßige Verhalten hatte.<sup>143</sup> Daher verbietet sich insbesondere auch eine Wissenszusammenrechnung in der Form, dass das der Gesellschaft zuzurechnende Wissen einer tatsächlich zuständigen Person nachgeordneter Hierarchieebene gleichzeitig als Wissen von unzuständigen Personen der Führungsebene behandelt wird.<sup>144</sup> Hierdurch bestätigt sich also, dass sich die Zurechnung nicht daran orientiert, welche Stellung eine natürliche Person in der Unternehmenshierarchie einnimmt, sondern dass sich die Zurechnung erst unter Rückgriff auf die Tätigkeit ergibt, hinsichtlich derer eine natürliche Personen tatsächlich die relevante Entscheidungsmacht mit Wirkung für die Korporation innehat.<sup>145</sup> Auch in diesem Punkt drängt sich die Kompatibilität dieses Ansatzes mit der generellen Herangehensweise des Unionsrechts auf, das Tatbestandsmerkmale nicht nur im Rahmen des Art. 101

<sup>142</sup> Vgl. auch *Bank of India v Morris* [2005] EWCA Civ 693, Rn. 126 ff., wo unter Verweis auf *Meridian* ebenfalls auf einen Senior Manager, nicht aber auf die hierarchisch über ihm stehende Führungsebene abgestellt wurde.

<sup>143</sup> [1994] B.C.C. 143, 159. Dazu auch *Breuer*, Wissen, S. 78, der in der funktionalen Betrachtung einer Abkehr vom *directing mind and will* Konzept sieht.

<sup>144</sup> *Orr v Milton Keynes Council* [2011] EWCA Civ 62, Rn. 58 f.: „The answer to the question „Whose knowledge or state of mind was for this purpose intended to count as the knowledge or state of mind of the employer?“ will be „The person who was deputed to carry out the employer’s functions under section 98“. In the present case that person was Mr Cove. The submission that the knowledge of Mr Madden is to be treated as the knowledge of the council and as such is to be imputed to Mr Cove is in my view unsound“.

<sup>145</sup> Bestätigt durch Supreme Court in *Bilta (UK) Ltd (in liquidation) and others v Nazir and others (No 2)* [2015] UKSC 23; vgl. auch *Watts*, 116 L. Q. R. (2000), 525, 528 f. Vgl. auch *In re Omnicare, Inc. Securities Litigation*, 769 F. 3d 455, 476 (6th Cir. 2014) im Rahmen der U.S.-amerikanischen Kapitalmarktinformationspflicht.

AEUV,<sup>146</sup> sondern in sämtlichen Bereichen einer funktionalen und keiner formellen Betrachtung unterzieht.<sup>147</sup>

## G. Die Wissenszurechnung nach Art. 9 Abs. 1 MAR

### I. Anwendungsfeld

Dass sich insbesondere die MAR am Konzept des *directing mind and will* orientiert, wenn es darum geht einer juristischen Person das Wissen einer natürlichen Person zuzurechnen, zeigt sich zudem an der bereits vereinzelt aufgegriffenen Vorschrift des Art. 9 Abs. 1 MAR, die nunmehr eingehend untersucht werden soll.

Art. 9 Abs. 1 MAR wird relevant, wenn es darum geht, ob eine juristische Person gegen die Vorschriften des Insiderrechts verstoßen hat. Denn die Insiderstatbestände der Art. 8 und Art. 10 MAR können nicht nur von natürlichen, sondern auch von juristischen Personen erfüllt werden (vgl. Art. 8 Abs. 5 und Art. 10 Abs. 2 MAR). Da sowohl Art. 8 Abs. 1 MAR als auch Art. 10 Abs. 1 MAR verlangen, dass eine Person über die Insiderinformation „verfügt“, stellt sich die Frage, unter welchen Voraussetzungen dies bei einer juristischen Person der Fall ist. Die Antwort darauf liefert Art. 9 Abs. 1 MAR. Obwohl sich der Wortlaut der Vorschrift nur auf Art. 8 MAR zu beziehen scheint, ist Art. 9 Abs. 1 MAR auch auf Art. 10 MAR anwendbar.<sup>148</sup> Denn Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 MAR verweist auf „alle natürlichen oder juristischen Personen“ in den Konstellationen des Art. 8 Abs. 4 MAR, den Art. 9 Abs. 1 MAR wiederum aufgreift.<sup>149</sup>

### II. Regelungsgehalt

Zunächst bedarf es einer genaueren Untersuchung, inwiefern sich Art. 9 Abs. 1 MAR überhaupt mit der Zurechnung von Wissen auseinandersetzt. Denn die Rechtsfolge der Vorschrift besteht darin, dass „nicht angenommen“ wird, dass die juristische Person die „Informationen *genutzt*“ hat.<sup>150</sup> Fragt man danach, welches Tatbestandsmerkmal des Art. 8 Abs. 1 MAR augenscheinlich durch die Rechtsfolge des Art. 9 Abs. 1 MAR thematisiert wird, so ist dies die Voraussetzung der „Nutzung“ einer Insiderinformation, nicht aber das Merkmal des „Verfügens“. Ergibt sich also aus der Rechtsfolge des Art. 9 Abs. 1 MAR noch nicht, unter welchen Voraussetzungen eine juristische Person über eine Insiderinformation „verfügt“, handelt

<sup>146</sup> „Funktionaler Unternehmensbegriff“, vgl. Zimmer, in: Immenga/Mestmäcker, Wettbewerbsrecht, Art. 101 AEUV Rn. 14.

<sup>147</sup> Riesenhuber, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 20.

<sup>148</sup> Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 10 Rn. 103 f.

<sup>149</sup> Vgl. auch BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 62.

<sup>150</sup> Hervorhebung durch Verfasser.



es sich insoweit noch nicht um eine Wissenszurechnungsregel. Vielmehr leitet Art. 9 Abs. 1 MAR sogar damit ein, dass „aufgrund der bloßen Tatsache, dass eine *juristische Person im Besitz von Insiderinformationen ist oder war*, nicht angenommen [wird], dass sie diese Informationen genutzt“ hat, wenn die in lit. a und lit. b geschilderten Maßnahmen eingehalten worden sind.<sup>151</sup> Daraus ergibt sich, dass der „Besitz von Insiderinformationen“ durch die juristische Person nicht geregelt, sondern vorausgesetzt wird.

Daher ist vorliegend aufzufindig zu machen, welcher Passus innerhalb des Art. 9 Abs. 1 MAR sich tatsächlich mit einer körperschaftlichen Wissenszurechnung auseinandersetzt. Die in Art. 9 Abs. 1 MAR nur implizit vorgegebene Wissenszurechnung enthüllt sich dabei in den Voraussetzungen, die die Vorschrift in lit. a aufstellt.<sup>152</sup> Für die Rückschlüsse auf eine Wissenszurechnung kommt es weniger auf die dort statuierten Organisationsanforderungen,<sup>153</sup> sondern auf die Stellung der natürlichen Personen an, denen infolge der Durchführung dieser Organisationsanforderungen der „Besitz“ von Insiderinformationen vorenthalten werden soll. In Art. 9 Abs. 1 MAR geht es nämlich ausschließlich um solche natürlichen Personen, die im „Auftrag“ der juristischen Person den „Beschluss“ fassen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder darauf in „irgendeiner Weise“ Einfluss nehmen. Daraus ergibt sich, dass eine juristische Person für die Zwecke des Art. 9 Abs. 1 MAR i. V. m. Art. 8 Abs. 1 bzw. Art. 10 Abs. 1 MAR überhaupt nur dann über eine Insiderinformation „verfügt“, wenn nicht bloß irgendeine natürliche Person innerhalb des Unternehmens, sondern gerade ein solcher Mitarbeiter die Information besitzt, der die insiderrelevante Transaktion „im Auftrag“ der juristischen Person durchführen oder auf sie Einfluss nehmen kann.<sup>154</sup> Erst wenn dies der Fall ist, kommt es für die Zwecke der „Nutzung“ der Insiderinformation darauf an, ob die in Art. 9 Abs. 1 lit. a MAR adressierten Organisationsmaßnahmen eingehalten worden sind.<sup>155</sup>

Aus Art. 9 Abs. 1 MAR ergeben sich demnach die folgenden Prüfungsschritte, wenn eine insiderrelevante Transaktion durch einen Mitarbeiter einer juristischen Person durchgeführt worden ist: Erstens ist festzustellen, ob die Gesellschaft über die Insiderinformation verfügt hat (vgl. Art. 8 Abs. 1, Art. 10 Abs. 1 MAR). Das ist nur dann der Fall, wenn eine solche natürliche Person von der Information wusste, die das Insidergeschäft oder die Offenlegung „im Auftrag“ der Korporation durchgeführt hat oder darauf Einfluss hatte, das heißt die dafür erforderliche Stellung innerhalb des Unternehmens einnahm. An dieser Stelle wird das Wissen des zuständigen Mitarbeiters der juristischen Person zugerechnet, sodass insoweit gefolgert werden kann,

<sup>151</sup> Hervorhebung durch Verfasser.

<sup>152</sup> Vgl. auch Klöhn, ZBB 2017, 261, 264; Klöhn, NZG 2017, 1285, 1290 f.

<sup>153</sup> Denn solche gehören nach hier vertretener Ansicht nicht zur Wissenszurechnung, sondern allenfalls zu einer Wissenmüssens- und damit zu einer Verhaltenszurechnung, vgl. dazu § 6 D. III.

<sup>154</sup> Bekritsky, WM 2020, 1959, 1967; a. A. wohl Koldehofe, Die Nutzung einer Insiderinformation, S. 127, der auf „sämtliche Mitarbeiter“ abstellt.

<sup>155</sup> Hansen, in: Ventrizzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.9.24 f.



dass die Gesellschaft über die Insiderinformation verfügt. Erst wenn das Tatbestandsmerkmal des „Verfügens“ im Wege der auf die Zuständigkeit abstellenden Wissenszurechnung zu bejahen ist, wird in einem zweiten Schritt untersucht, ob die juristische Person die Insiderinformation auch genutzt hat. Das ist der Fall, wenn die in Art. 9 Abs. 1 MAR statuierten Verhaltensanforderungen in Form von Organisationsmaßnahmen nicht eingehalten worden sind.

Konsequenterweise kann sich die juristische Person auch auf zwei unterschiedlichen Ebenen exkulpieren: Sie erfüllt nämlich zum einen dann nicht die Tatbestandsvoraussetzungen, wenn nur ein unzuständiger Mitarbeiter die Insiderinformation kannte, die Gesellschaft mithin nicht über die Information verfügt hat (Exkulpation durch fehlende Wissenszurechnung). Sollte die Wissenszurechnung zu bejahen sein, weil ein zuständiger Mitarbeiter von der Information wusste, erfüllt die Gesellschaft nicht das Merkmal der Nutzung, wenn sie die Organisationspflichten nach Art. 9 Abs. 1 MAR eingehalten hat (Exkulpation durch Verhalten).

### III. Bestätigung des hergeleiteten Prüfungskonzepts

Die aus Art. 9 Abs. 1 MAR gewonnenen Erkenntnisse untermauern, dass das, was der Unionsgesetzgeber mit einer Zurechnung von Wissen assoziiert, genau der Herangehensweise entspricht, die nach hier vertretener Auffassung in Form einer kontextabhängigen Wissenszurechnung auf Ebene einer EU-Verordnung vorzunehmen ist.<sup>156</sup> Erstens hat sich bestätigt, dass der Verordnungsgeber die Regeln, nach denen eine Wissenszurechnung vorzunehmen ist, autonom gestaltet, anstatt ihre uneinheitliche Ausformung den unterschiedlichen Rechtstraditionen der Mitgliedstaaten zu überlassen. Zweitens wählt die MAR einen Mechanismus, nach dem erst durch Auslegung der betreffenden Vorschrift zu ermitteln ist, welche natürlichen Personen in den Radius einer Wissenszurechnung miteinzubeziehen sind.<sup>157</sup> Denn Art. 9 Abs. 1 MAR spricht ausdrücklich nur von Voraussetzungen, die die Nutzung einer Insiderinformation betreffen. Nur implizit kann der Vorschrift entnommen werden, unter welchen Umständen eine juristische Person über eine Insiderinformation verfügt. Drittens bestimmt Art. 9 Abs. 1 MAR die natürlichen Personen, deren Wissen als Wissen der Gesellschaft anzusehen ist, anhand ihrer Entscheidungsmacht, die sie für die Zwecke der Art. 8 und Art. 10 MAR ausüben können. Genauso wie die Entscheidungen *Pioneer Concrete* und *Meridian* bestimmt auch Art. 9 Abs. 1 MAR die „im Auftrag“ handelnden oder Einfluss nehmenden Personen als den *directing mind and will*, da diese Personen kraft ihrer Entscheidungsmacht in der Lage sind, die insiderrelevante Transaktion oder Offenlegung für die juristische Person vorzunehmen.<sup>158</sup> Dieses Verständnis liegt auch einer EuGH-Entscheidung

<sup>156</sup> A. A. Breuer, Wissen, S. 41 ff.

<sup>157</sup> So auch Klöhn, NZG 2017, 1285, 1289.

<sup>158</sup> Weitergehend Breuer, Wissen, S. 51, der die Wissenszurechnung auch auf „mittelbar“ zuständige Gehilfen erstreckt, hierbei aber zugibt, dass man ein solches Verständnis im Kontext

zum Zollrecht zugrunde, in der es für die Zurechnung einer „betrügerischen Absicht“ i. S. d. Art. 212a des Zollkodex darauf ankam, ob die infrage stehenden Mitarbeiter „die unter Beachtung des Rahmens der ihnen von ihrem Arbeitgeber übertragenen Aufgaben und damit im Rahmen ihres jeweiligen Zuständigkeitsbereichs im Namen und für Rechnung ihres Arbeitgebers den Grund für das vorschriftswidrige Verbringen von Waren gesetzt haben“.<sup>159</sup>

Schließlich ergibt sich aus Art. 9 Abs. 1 MAR, dass der Unionsgesetzgeber deutlich zwischen Wissenszurechnung und Unternehmensorganisation unterscheidet, da aus einem der beiden Merkmale nicht das Vorliegen des jeweils anderen folgt. So soll mit der Untersuchung des Merkmals des „Verfügens“ noch keine Aussage darüber getroffen werden, ob die juristische Person die Insiderinformation auch „genutzt“ hat. Insbesondere führt auch umgekehrt eine fehlende Einhaltung der in Art. 9 Abs. 1 lit. a MAR vorgegebenen Organisationsanforderungen nicht dazu, dass die juristische Person über die Insiderinformation verfügt. Denn selbst wenn die Organisationspflichten nicht eingehalten wurden, kann die juristische Person nicht wegen eines Verstoßes gegen Art. 8 oder Art. 10 MAR belangt werden, wenn das insiderrelevante Verhalten von einer natürlichen Person stammt, die dabei nicht „im Auftrag“ der Korporation gehandelt hat und auch keinen Einfluss darauf hatte. Daher verstößt es nicht gegen das *directing mind and will*-Konzept, wenn im Rahmen der Wissensnormen der Art. 8 und Art. 10 MAR zusätzlich zum Erfordernis einer Wissenszurechnung auch Organisationsanforderungen in Form einer Verhaltenszurechnung aufgestellt werden. Nach der Auslegungsmaxime des *directing mind and will* verbietet es sich aber, die Wissenszurechnung durch Organisationsanforderungen zu ersetzen. Denn hierdurch würde die Wissenszurechnung eine Verhaltenszurechnung darstellen, was die unerwünschte Folge hätte, dass eine kenntnisabhängige *primary liability* der Gesellschaft in eine kenntnisunabhängige *vicarious liability* verwandelt werden würde.<sup>160</sup>

## H. Zwischenergebnis

Das Instrument der Wissenszurechnung kann nicht mit dem Gesellschaftsrecht gleichgesetzt werden, da es sich bei der Wissenszurechnung um ein rechtsgebietsübergreifendes Instrument handelt, das jegliches arbeitsteilige Auftreten am Rechtsverkehr normativ erfasst und damit über das Gesellschaftsrecht hinausgeht. Daher kann zum einen nicht auf die fehlende Kompetenz der Union für das Gesellschaftsrecht verwiesen werden, um nationale Zurechnungsgrundsätze im Rah-

des Art. 9 MAR nur „erahnen“ und unter Rückgriff auf die vertragsrechtlichen Vorschriften des BGB untermauern könne.

<sup>159</sup> EuGH, Urt. v. 25. 1. 2017, C-679/15, ECLI:EU:C:2017:40, Ls. 2, Ultra-Brag, RdTW 2017, 96.

<sup>160</sup> In diesem Sinne auch Grigoleit, ZHR 181 (2017), 160, 196: „In einem Akt methodischer Alchemie ist aus Wissenmüssen Wissen und aus Fahrlässigkeit Vorsatz gezaubert worden“.

men des Art. 17 Abs. 1 MAR anzuwenden. Zudem sind die Komponenten des Wissens und der Wissenszurechnung so eng miteinander verflochten, dass sich der Mechanismus der Zurechnung stets kontextabhängig an den betrachteten Tatbestand anzupassen hat. Eine solche Kontextualisierung der Wissenszurechnung wird auch einhellig anerkannt, indem entweder die Rechtsfolge von Zurechnungsregeln, die ihrem Wortlaut nach nicht einschlägig sind, auf die infrage stehende Konstellation, gegebenenfalls mit Modifikationen, übertragen (Übertragungslösung) oder aber die Zurechnung unmittelbar aus dem betrachteten Tatbestand im Wege der Auslegung gewonnen wird (Auslegungslösung).

Im Falle des Art. 17 Abs. 1 MAR stößt die Übertragungslösung jedoch an ihre Grenzen, da aufgrund des Anwendungsvorrangs der unmittelbar geltenden Verordnung nicht auf nationale Zurechnungsvorschriften zurückgegriffen werden kann. Daher ist einzig im Wege der Auslegung des unionalen Ad-Hoc-Tatbestands zu ermitteln, auf wessen Wissen es innerhalb des Emittenten ankommt, um seine Publizitätspflicht auszulösen. Demnach ist erst der normative Guss des Art. 17 Abs. 1 MAR in der Lage, den im Ausgangspunkt funktionalen Wissensbegriff im Wege der norminterpretierenden Wissenszurechnung auf das kontextabhängig sinnvolle Maß zu stützen, das sämtlichen in der Verordnungsvorschrift adressierten Belangen gerecht wird.

Durch die Untersuchung, wie die Zurechnung im Rahmen des Kartellverbots nach Art. 101 AEUV gehandhabt wird, hat sich zum einen bestätigt, dass bei Zurechnungsfragen im Rahmen von unmittelbar geltendem Unionsrecht nicht auf nationale Zurechnungsregeln im Übertragungswege zurückzugreifen, sondern durch Auslegung der betreffenden Vorschrift tatbestandsspezifisch zu ermitteln ist, welche Zurechnungsmaßstäbe in der betrachteten Konstellation anzulegen sind. Zum anderen hat sich gezeigt, dass das Unionsrecht die im *Common Law* geläufige Erwägung des *respondeat superior* aufgreift, um an ihr die Verhaltenszurechnung im Rahmen des Art. 101 AEUV auszurichten. Folglich hat das Unionsrecht spiegelbildlich auch die Grenzen zu würdigen, die dem *respondeat-superior*-Prinzip dadurch aufgezeigt werden, dass ein Tatbestand das Wissen einer Organisation verlangt.

Da Art. 17 Abs. 1 MAR eine Wissensnorm darstellt, ist ihr – anders als dem Kartellverbot nach Art. 101 AEUV – eine Zurechnungskonstruktion nach den Grundsätzen des *respondeat superior* fremd. Stattdessen eignet sich eine Wissenszurechnung nach dem ebenfalls im *Common Law* geläufigen Konzept des *directing mind and will*, das als Auslegungsmaxime für sämtliche Vorschriften dient, die das Wissen einer juristischen Person voraussetzen. Nach der in *Jetivia* bestätigten Leitentscheidung *Meridian* bestimmt sich der *directing mind and will* demnach durch Auslegung der infrage stehenden Vorschrift, insbesondere anhand ihres Wortlauts, ihrer Struktur und ihres Zwecks. Anhand dieser Kriterien ist zu ermitteln, welchem Mitarbeiter kontextabhängig eine so große Bedeutung innerhalb des Unternehmens zukommt, um seinen Wissensstand mit dem der juristischen Person gleichzusetzen. Dabei kommt es nicht für sich genommen auf die Stellung des Mitarbeiters in der

Unternehmenshierarchie an, sondern es ist ausschließlich durch Auslegung der betreffenden Vorschrift zu ermitteln, ob die jeweilige natürliche Person die tatsächliche Entscheidungsmacht hinsichtlich der im Tatbestand adressierten Pflicht innehat. Die Auslegungslösung ist insbesondere deshalb mit dem Unionsrecht vereinbar, weil sie sowohl dem Anwendungsvorrang als auch den unionsverfassungsrechtlichen Implikationen gerecht wird, da die europäische Vorschrift selbst zum Maßstab der Wissenszurechnung erhoben wird. Außerdem präferiert das Unionsrecht in sämtlichen Zusammenhängen keine formale, sondern eine funktionale Herangehensweise, die durch das Konzept des kontextabhängigen *directing mind and will* in jeder Hinsicht bedient wird.

Schließlich macht der MAR-Gesetzgeber anhand des Zurechnungsmechanismus im Rahmen des Art. 9 Abs. 1 MAR deutlich, dass eine Wissenszurechnung durch Auslegung zu gewinnen ist. Auch orientiert sich der Ordnungsgeber bei der Wissenszurechnung an dem *directing mind and will*-Konzept, da eine juristische Person für die Zwecke der Art. 8 und Art. 10 MAR nur dann über eine Insiderinformation verfügt, wenn diejenigen Mitarbeiter von der Information wissen, die die Entscheidungsmacht darüber haben, Insiderhandel „im Auftrag“ der juristischen Person zu betreiben oder hierauf einzuwirken.

## § 11 Relevante Personen im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR

### A. Anknüpfung an verantwortliche Personen

#### I. Aussagegehalt des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR

##### 1. Führungspersonen und andere verantwortliche Mitarbeiter

Im Einklang mit dem in § 10 hergeleiteten Maßstab für eine Wissenszurechnung soll nunmehr durch Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR ermittelt werden, auf das Wissen welcher natürlichen Personen abzustellen ist, damit die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten entsteht.

Durch welche natürlichen Personen eine Korporation nach der Vorstellung des Ordnungsgebers der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nachkommt, ergibt sich nicht unmittelbar aus Art. 17 MAR. Jedoch ermöglichen auch andere Vorschriften der MAR, sich an den gesetzgeberischen Willen heranzutasten, wie etwa solche Regelungen, die auf den Tatbestand der Ad-Hoc-Publizität Bezug nehmen. Dazu gehört der in Art. 30 Abs. 2 MAR errichtete Katalog von Maßnahmen und Sanktionen, die der Gesetzgeber als zwingend erachtet, wenn es um die aufsichtsrechtliche Reaktion auf Verstöße gegen die Vorschriften der Art. 14–20 MAR geht.<sup>161</sup> Darunter findet sich in Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR ein Berufsverbot für Personen, die in einer Wert-

---

<sup>161</sup> Vgl. Art. 30 Abs. 1 lit. a MAR; vgl. bereits eingehend § 5 B.

papierfirma Führungsaufgaben wahrnehmen (Alt. 1), und für andere Mitarbeiter, die für den Verstoß verantwortlich sind (Alt. 2). Kommt ein Wertpapierunternehmen der Veröffentlichungspflicht gem. Art. 17 Abs. 1 MAR nicht nach, sind die Führungskräfte und andere verantwortliche Personen einem Berufsverbot ausgesetzt.<sup>162</sup>

Scheint der Aussagegehalt des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR ausweislich seines Wortlauts darauf beschränkt zu sein, Rechtsfolgen für bestimmte Mitarbeiter von Wertpapierfirmen zu bestimmen, lassen sich der Vorschrift implizit auch weitergehende Hinweise entnehmen, die über den ausdrücklichen Regelungsgehalt der Bestimmung hinausgehen.<sup>163</sup> Da Art. 17 Abs. 1 MAR ausschließlich an den Emittenten gerichtet ist, trifft die Rechtsfolge des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR eine natürliche Person, die nicht durch die Veröffentlichungspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR adressiert ist.<sup>164</sup> Damit ist vorausgesetzt, dass die in Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR genannten natürlichen Personen dafür verantwortlich sind, dass die Gesellschaft ihren kapitalmarktrechtlichen Pflichten nachkommt. Zudem liegt es fern, dass in Wertpapierunternehmen andere Personen für die Veröffentlichung von Insiderinformationen verantwortlich sein sollen als in den übrigen kapitalmarktorientierten Gesellschaften. Vielmehr kommt in Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR zum Ausdruck, dass innerhalb jedes anderen Emittenten ebenfalls die Führungsebene und gegebenenfalls andere Personen dafür verantwortlich sein sollen, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht für die Gesellschaft zu erfüllen (ohne aber, dass sie im Falle eines Verstoßes ein Berufsverbot befürchten müssen). Neben der Sanktionsfolge trifft Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR damit implizit die Aussage, dass ein jeder Emittent die Ad-Hoc-Publizitätspflicht durch die Mitglieder der Führungsebene oder andere verantwortliche Personen erfüllt. Insoweit erlangt die Vorschrift Zurechnungscharakter.<sup>165</sup>

## 2. Keine Anwendung des Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR

Sodann stellt sich die Frage, was unter „Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen“, und „anderen für den Verstoß verantwortlichen Personen“ i. S. d. Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR zu verstehen ist. Zumindest in Bezug auf die erste Variante der „Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen“ scheint die Begriffsbestimmung des Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR eine auf den ersten Blick passende Umschreibung zu liefern. Danach ist eine „Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt“ zum einen eine Person innerhalb eines Emittenten, eines Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate oder eines anderen in Art. 19 Abs. 10 MAR genannten Unternehmens, die einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan dieses Unternehmens angehört (lit. a). Zum anderen ist ein Mitarbeiter auch dann als Führungsperson zu qualifi-

<sup>162</sup> Zur Anwendung auf Art. 17 MAR vgl. *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 31.

<sup>163</sup> Hierzu und zum Folgenden bereits *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 384 ff.

<sup>164</sup> Vgl. zu dieser Besonderheit bereits § 5 B. II.

<sup>165</sup> *Bekritsky*, in: BeckOK-WpHR, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 73.

zieren, wenn er als höhere Führungskraft regelmäßiger Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zu diesem Unternehmen hat und befugt ist, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Unternehmens zu treffen (lit. b).

Bei genauem Hinsehen ist aber ersichtlich, dass die Begriffsbestimmung des Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR ausschließlich auf den Tatbestand des Art. 19 Abs. 1 MAR gemünzt ist, der die Mitteilung von Eigengeschäften der Führungskräfte an die Gesellschaft statuiert.<sup>166</sup> Hingegen findet die Definition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR weder auf Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR noch auf Art. 17 MAR Anwendung.<sup>167</sup> Denn erstens erwähnt Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR Personen innerhalb solcher Unternehmen, die ausschließlich für den Tatbestand des Art. 19 Abs. 1 MAR relevant sind, das heißt Emittenten, Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate und andere in Art. 19 Abs. 10 MAR genannte Unternehmen. Dagegen ist die Rechtsfolge des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR nicht auf Art. 19 Abs. 1 MAR beschränkt, sondern adressiert sämtliche Verstöße gegen die Regelungen der Art. 14–20 MAR.

Zweitens stellt Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR ausweislich der lit. b auf den Zugang der Führungsperson zu Insiderinformationen ab. Dies ist in Bezug auf Art. 19 Abs. 1 MAR insoweit kohärent, als Eigengeschäfte von Führungskräften stets den „Anschein von Insiderwissen“ in sich tragen.<sup>168</sup> Im Hinblick auf Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR ließe sich der Bezug zu Insiderinformationen aber nicht erklären, da das Tätigkeitsverbot auch bei Verstößen gegen Art. 15 und Art. 20 MAR eine Rolle spielt, deren Tatbestände keinerlei Umgang mit Insiderinformationen voraussetzen. Wollte man mithilfe des Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 lit. b MAR insbesondere identifizieren, welche Personen dafür verantwortlich sein sollen, die Ad-Hoc-Pflicht des Emittenten nach Art. 17 MAR zu erfüllen, wäre nicht ersichtlich, warum es dafür auch auf den Zugang zu solchen Insiderinformationen ankommen sollte, die nur einen „indirekten Bezug“ zum Unternehmen haben. So fordert die Ad-Hoc-Publizitätspflicht doch nur die Veröffentlichung von Insiderinformationen, die den Emittenten „unmittelbar betreffen“.

Dass Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR keine Bedeutung erlangt, die über die Eigengeschäfte von Führungskräften hinausgeht, zeigt sich drittens an dem Regelungsgehalt des Art. 19 Abs. 1 MAR. Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 lit. a MAR sieht Mitglieder sämtlicher

<sup>166</sup> So offenbar auch Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 3 Rn. 1; Kumpan/Misterek, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 3 VO (EU) 596/2014 Rn. 1. Unklar Mock, in: Ventoruzzo/Mock, Market Abuse Regulation, Rn. B.3.29: einerseits „This definition is especially relevant for managers’ transactions governed by Article 19 but also for Article 30(2)(e) to (g)“; andererseits: „[s]ince Article 3(1)(25) serves only as a basis for the regulation of managers’ transactions in Article 19 [...]“.

<sup>167</sup> Zur unterschiedlichen Interpretation derselben Rechtsbegriffe im Unionsrecht vgl. Riesenhuber, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 20 m. w. N.

<sup>168</sup> Kumpan/Misterek, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 19 VO (EU) 596/2014 Rn. 9; Veil, ZBB 2014, 85, 93. Vgl. auch Erwägungsgrund Nr. 58 MAR: „Maßnahme zur Verhütung von Marktmissbrauch und insbesondere von Insidergeschäften“.

Organe der juristischen Person – und damit etwa auch jene des Aufsichtsrats – als Führungspersonen an, was einzig im Rahmen des Art. 19 Abs. 1 MAR Sinn ergibt. Denn dort geht es um die „Kollision der Eigensphäre und der unternehmerischen Sphäre“ der jeweiligen Personen.<sup>169</sup> Der Mitarbeiter hat privat ein Eigengeschäft getätigt und es geht darum, zu identifizieren, ob er dieses seinem Unternehmen mitteilen sollte. Hingegen kommt es bei Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR darauf an, welche Personen dafür verantwortlich sind, dass eine juristische Person ihren Pflichten aus Art. 14–20 MAR nachkommt. So ist etwa ein Mitglied des Aufsichtsrats durchaus eine „Führungsperson“, wenn es darum geht, dass es in dessen Eigensphäre ein Geschäft durchgeführt hat und dieses seinem Unternehmen mitteilen muss. Eine andere Frage ist aber, ob das vier Mal jährlich tagende Aufsichtsratsmitglied<sup>170</sup> für die in Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR adressierten Verstöße der Gesellschaft verantwortlich sein soll, die sämtlich der unternehmerischen Sphäre zuzuordnen sind.<sup>171</sup> Dies wird man nicht deshalb annehmen können, weil ein Aufsichtsratsmitglied Führungsaufgaben wahrnimmt (Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR), sondern allenfalls unter Verweis darauf, dass es in bestimmten Fällen eine „andere verantwortliche Person“ ist (Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR).<sup>172</sup> Mit dem Begriff der „Führungspersonen“ i. S. d. Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR sind hingegen nur diejenigen Mitarbeiter gemeint, die die laufenden Geschäfte für die Gesellschaft übernehmen. Dies sind die Mitglieder der Leitungsebene („Geschäftsleiter“),<sup>173</sup> in einer deutschen Aktiengesellschaft also der Vorstand.<sup>174</sup>

<sup>169</sup> *Mock*, ZHR 184 (2020), 121, 122.

<sup>170</sup> So etwa § 110 Abs. 3 AktG. Vgl. auch Art. 41 Abs. 1 SE-VO, wonach das Aufsichtsratsorgan regelmäßig alle drei Monate über den Geschäftsgang der SE unterrichtet wird.

<sup>171</sup> Vgl. auch das Verhältnis von Art. 19 Abs. 1 und Abs. 3 MAR: Dass ein Aufsichtsratsmitglied als „Führungsperson“ i. S. d. Art. 19 Abs. 1 MAR die Gesellschaft über ein Eigengeschäft unterrichten muss, heißt nicht, dass es im Rahmen des Art. 19 Abs. 3 MAR dafür zuständig ist, die Mitteilung für den Emittenten zu veröffentlichen. Daraus erklärt sich, dass Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR zwar (auch) auf Art. 19 MAR Bezug nimmt, jedoch einen anderen Regelungsgehalt hat als Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR. Dieser füllt nämlich bereits auf vorgelagerter Ebene die Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 19 Abs. 1 MAR aus.

<sup>172</sup> In Umsetzung des Tätigkeitsverbots (vgl. RegE BT-Drs. 18/7482, S. 71 f.) folgt auch der nationale Gesetzgeber ausweislich der §§ 36 Abs. 2, 36a KWG ausschließlich dem Muster, das Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR vorgibt. Dagegen bleiben die Vorgaben des Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR außer Acht. So sollen nur „Geschäftsleiter“ (§ 36 Abs. 2 KWG) und „andere verantwortliche Personen“ (§ 36a KWG) belangt werden, wohingegen der Aufsichtsrat und „höhere Führungskräfte“ i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR in den Umsetzungsvorschriften der §§ 36 Abs. 2, 36a KWG unerwähnt bleiben. Vgl. auch *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 30 VO (EU) 596/2014 Rn. 31.

<sup>173</sup> Vgl. auch § 90 A i. V. m. § 5 (2), 8 (5) Schedule 10 A FSMA (Financial Services and Markets Act 2000), wo die „person discharging managerial responsibilities“ (insoweit auch der Wortlaut des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR) als „director“ definiert wird.

<sup>174</sup> Vgl. zu § 36 Abs. 2 KWG *Fischer/Müller*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG/CRR-VO, § 36 Rn. 74: „Bei einem Institut in der Rechtsform einer AG [...] bedeutet dies die Aufforderung, die Bestellung des betreffenden Vorstandsmitglieds zu widerrufen“.



### 3. Vorgaben zum Grad der Verantwortung

Aus dem Verhältnis der beiden Alternativen in Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR („Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen“, und „andere für den Verstoß verantwortliche Personen“) lassen sich weitere Rückschlüsse auf die Ausgestaltung von Verantwortungsbereichen nach den Vorstellungen des Ordnungsgebers ziehen.

Die Wendung der zweiten Alternative („andere für den Verstoß verantwortliche Personen“) impliziert, dass Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, bereits kraft ihrer Stellung im Unternehmen dafür verantwortlich sind, wenn der Emittent seiner Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht nachkommt. Hingegen muss bei Mitarbeitern, die keine Führungspersonen sind, ausdrücklich festgestellt werden, ob sie eine Verantwortung für den Verstoß des Emittenten trifft. Dazu ist aber der Maßstab zu bestimmen, der für die Verantwortung dieser „anderen Personen“ gelten soll. Einen Anhaltspunkt dafür bietet die Konsequenz des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR, die sowohl für Führungskräfte als auch für „andere Personen“ das Verbot beinhaltet, künftig Führungsaufgaben wahrzunehmen. Da Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR in beiden Varianten ein und dieselbe Rechtsfolge anordnet, geht der Gesetzgeber davon aus, dass die „anderen Personen“ eine den Führungskräften zumindest vergleichbare Verantwortung übernehmen. Denn den „anderen verantwortlichen Personen“ soll es gerade deshalb verboten werden, künftig Führungsaufgaben wahrzunehmen, weil sie zuvor demonstriert haben, dass sie dieser Tätigkeit nicht gewachsen sind. Ein solcher Schluss kann aber nur gezogen werden, wenn sie hinter einem den Führungspersonen vergleichbaren Verantwortungsmaßstab zurückgeblieben sind.

Soll der Verantwortungsbereich der „anderen Personen“ demnach jenem von Führungskräften gleichen, folgt daraus insbesondere, dass auch vergleichbare Fähigkeiten und Möglichkeiten im Umgang mit kapitalmarktrelevanten Umständen zu fordern sind.<sup>175</sup> Konsequenterweise eröffnet die Auffangalternative nicht etwa einen Rückgriff auf sämtliche unternehmensangehörige Mitarbeiter, sondern bringt entsprechend der Kontextabhängigkeit des *directing mind and will* zum Ausdruck, dass es situationsbedingt auch andere Personen im Unternehmen geben kann, die die gleiche Verantwortung und Entscheidungsmacht inne haben wie die Führungskräfte.<sup>176</sup>

---

<sup>175</sup> Vgl. auch ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9.2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239: „There should be person(s) appointed within the issuer responsible for taking such decision. This person(s) should be clearly identified within the issuer and should have the necessary decision-making power (e.g. a managing board member or a senior executive director), considering the major importance of the decision“.

<sup>176</sup> Vgl. auch ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9.2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239: „ESMA does not consider appropriate to specify which positions such person(s) should have within the issuer, considering the variety of organisational structures issuers may have, but the issuer should ensure that a person responsible for the delay is always clearly identified“.



Indem Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR nicht nur die Führungsebene, sondern auch andere verantwortliche Personen miteinbezieht, wird die Vorschrift auch dem Umstand gerecht, dass Personen, die nicht der Führungsebene angehören, im Wege der Delegation vollständig oder teilweise mit Aufgaben betraut werden können, die eigentlich den Führungspersonen obliegen.<sup>177</sup> Wenn die Führungsebene durch Delegation den Kreis der unternehmensangehörigen Mitarbeiter erweitert, die dafür eingesetzt werden, um bestimmte Aufgaben zu erfüllen, ist es nämlich gerechtfertigt, auch diese Mitarbeiter als verantwortliche Personen anzusehen.<sup>178</sup>

## II. Bezugspunkte der Verantwortung

### 1. Ausgangspunkt

Mit einem Verweis auf den impliziten Aussagegehalt des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR ist lediglich identifiziert, *welche* Personen dafür in Betracht kommen, um sie als verantwortlich dafür anzusehen, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten zu erfüllen. Damit ist aber noch nichts darüber gesagt, *wofür* sie verantwortlich sind. Gerade im Zusammenhang mit der Frage nach der Wissenszurechnung ist es aber unausweichlich, sich auch mit der Reichweite der Verantwortung auseinanderzusetzen. Denn die Reichweite der Verantwortung gibt vor, auf welche Bereiche sich die Entscheidungsmacht eines Mitarbeiters im Unternehmen erstreckt. Auf diese Weise kann ermittelt werden, in welchen Zusammenhängen das Wissen eines Mitarbeiters eine Rolle spielt und in welchen nicht. Hat ein Mitarbeiter in einem bestimmten Bereich nämlich keine Entscheidungsmacht, ist er für diesen Bereich nicht als *directing mind and will* der Gesellschaft anzusehen, weswegen sein Wissen nicht zuzurechnen ist.

Um den Verantwortungsradius für die Zwecke der Ad-Hoc-Publizität zu bestimmen, kommen zwei Bezugspunkte in Betracht. Zum einen erfüllt der Emittent die Pflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR, indem er die Insiderinformation „bekannt gibt“. Zum anderen genügt der Emittent den Anforderungen an die Ad-Hoc-Publizität auch dann, wenn er die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR „aufschiebt“. Denn auch im Falle des „Aufschubs“ nach Art. 17 Abs. 4 MAR liegt kein Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR vor. Damit bieten sowohl die „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR als auch der „Aufschub“ nach Art. 17 Abs. 4 MAR taugliche Anknüpfungspunkte, um diejenigen Mitarbeiter ausfindig zu machen, die dafür verantwortlich sind, dass der Emittent seiner Ad-Hoc-Publizitätspflicht nachkommt.

<sup>177</sup> Während dieser Aspekt kaum im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR beleuchtet wird, erfährt er höhere Aufmerksamkeit bei der Selbstbefreiungsentscheidung nach Art. 17 Abs. 4 MAR, vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 92; Frowein/Berger, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 59. Eingehend § 11 B. II. 2.

<sup>178</sup> Zur Delegation im Rahmen des *directing mind and will* Konzepts vgl. *Tesco Supermarkets Ltd v Nattrass* [1972] A.C. 153, 174 (per Lord Reid), hierzu bereits § 10 F. III.

Deswegen soll im Folgenden untersucht werden, wie weit der Verantwortungsradius der „Bekanntgabe“ (2.) und des „Aufschubs“ (3.) zu ziehen ist.

## 2. „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 MAR

### a) Begriffliche Reichweite

Das Verantwortungsspektrum, das sich aus dem Gebot der „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen ergibt, orientiert sich daran, welche Pflichten sich hinter dieser gesetzlichen Umschreibung verbergen. Durch Rückgriff auf die sprachlich konturierte Reichweite der Pflicht zu einer „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR ist bereits aufgezeigt worden, welcher Pflichtenradius noch innerhalb der verfassungsrechtlich abgesicherten Wortlautgrenze liegt und welche Maßnahmen nicht mehr von dem Normtext erfasst sind.<sup>179</sup> Demnach meint eine „Bekanntgabe“ jedenfalls die Preisgabe von Informationen. Daher fällt es in den Verantwortungsbereich einer „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR, Insiderinformationen an die Öffentlichkeit heranzutragen. Insoweit haben schon einmal diejenigen natürlichen Personen innerhalb des Emittenten die Entscheidungsmacht über eine „Bekanntgabe“, die Insiderinformationen öffentlich preisgeben.<sup>180</sup> Umgekehrt können Mitarbeiter des Emittenten, die mit Insiderinformationen überhaupt nicht in Berührung kommen, nicht zuständig für eine „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR sein.

Fraglich ist aber, wie mit solchen Mitarbeitern umzugehen ist, die zwar mit Insiderinformationen in Berührung kommen, dabei aber nicht für den Umgang mit Insiderinformationen zuständig sind. Hierbei kann es sich etwa um Mitarbeiter handeln, die Teil eines unternehmensinternen Informationssystems sind, innerhalb dessen sie generell Informationen weiterleiten, abfragen und speichern, unabhängig davon, ob es sich hierbei um Insiderinformationen handelt. Beispielhaft hierfür ist etwa die Poststelle des Emittenten, die nicht deshalb eingerichtet wird, damit der Emittent seiner Ad-Hoc-Publizitätspflicht nachkommt, die aber durchaus mit Insiderinformationen in Berührung kommen kann.<sup>181</sup> Würde man es als „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR auffassen, wenn solche Stellen Informationen weiterleiten, abfragen oder speichern, wären auch die hierfür eingesetzten Mitarbeiter des Emittenten, für die Ad-Hoc-Publizität i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR zuständig, obwohl es nicht in ihren Aufgabenbereich fällt, sich mit Insiderinformationen zu beschäftigen, geschweige denn sie öffentlich preiszugeben.<sup>182</sup>

---

<sup>179</sup> Vgl. § 8 F. II.

<sup>180</sup> Vgl. auch *Grigoleit*, in: *Grigoleit*, AktG, § 78 Rn. 49: „letztverantwortlich für die Bekanntgabe“.

<sup>181</sup> Beispiel nach *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 388.

<sup>182</sup> So wohl auch *Breuer*, Wissen, S. 59 trotz seines Rückgriffs auf einen „weiten Gehilfenbegriff“.

Aus dem Bestimmtheitsgebot und dem Analogieverbot nach Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK hat sich bereits ergeben, dass die Pflicht zur „Bekanntgabe“ jedenfalls nicht auf eine Pflicht ausgedehnt werden kann, Informationen von außerhalb des Unternehmens zu beschaffen. Um entscheiden zu können, ob die von Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK vorgegebene Wortlautgrenze auch im Falle der internen „Weiterleitung“, „Abfrage“ oder „Speicherung“ von Informationen überschritten ist, ist zu erkennen, dass es sich bei einer solchen unternehmensinternen Wissensorganisation um nichts anderes als um eine Informationsbeschaffung handelt. Diese bezieht sich zwar nur auf solche Informationen, die sich bereits innerhalb des Unternehmens befinden. Dies ändert aber nichts daran, dass auch die interne Beschaffung von Informationen begrifflich einer „Bekanntgabe“ vorgelagert ist und somit einen von der „Bekanntgabe“ abgespaltenen Prozess beschreibt.

So verstand etwa das BVerwG unter einer Informationsbeschaffung die inhaltliche Aufbereitung, Identifizierung und Addition von Informationen, die bereits in der Behörde vorhanden waren. Hierbei differenzierte das Gericht begrifflich strikt zwischen einem „Informationszugangsanspruch“ und einem hiervon nicht mehr gedeckten „Informationsbeschaffungsanspruch“.<sup>183</sup> Die Rechtsprechung des BVerwG bestätigt also, dass es unterschiedlicher sprachlicher Bezeichnungen für die entsprechenden Verhaltensweisen bedarf, die einhellig nicht als synonyme gebraucht werden. Dementsprechend sind die Vorfeldmaßnahmen der „Weiterleitung“, „Abfrage“ und „Speicherung“ allesamt nicht von dem Wortlaut der „Bekanntgabe“ gem. Art. 17 Abs. 1 MAR erfasst, sondern bilden eigenständige Pflichten. Diese hätten im Einklang mit Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK in die Verordnungsvorschrift aufgenommen werden müssen, um für den Emittenten die verfassungsrechtlich gebotene und sich in der Verhaltenssteuerung niederschlagende Rechtssicherheit zu gewährleisten.<sup>184</sup>

Die sprachlich konturierte Abgrenzung der Verhaltensweise der „Bekanntgabe“ zu etwaigen Vorbereitungsmaßnahmen erfährt insbesondere Zuspruch in den grammatikalischen Erwägungen, die der U.S.-Supreme Court in *Janus Capital Group, Inc. v First Derivative Traders* anstellte, wo es um die Kapitalmarktinformationshaftung einer juristischen Person ging. Der Supreme Court erachtete die Verhaltensweise der öffentlich getätigten Aussage („to make a statement“) für die Zwecke der Kapitalmarktinformationshaftung als separat von Maßnahmen, die die Aussage bloß vorbereiten („prepare“).<sup>185</sup> Wörtlich heißt es:

„For purposes of Rule 10b–5, the maker of a statement is the person or entity with ultimate authority over the statement, including its content and whether and how to communicate it. Without control, a person or entity can merely suggest what to say, not ‘make’ a statement in

<sup>183</sup> BVerwG BKR 2020, 202, Rn. 7; BVerwG NVwZ 2015, 669, Rn. 37; BVerwG NJW 2013, 2538, Rn. 11.

<sup>184</sup> Vgl. zu der Vielzahl möglicher Ausgestaltungen einer Wissensorganisation und der damit einhergehenden Rechtsunsicherheit für den Emittenten bereits § 5 B. V.

<sup>185</sup> *Janus Capital Group, Inc. v First Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296, 2302 (2011).

its own right. One who prepares or publishes a statement on behalf of another is not its maker. [...] This rule might best be exemplified by the relationship between a speechwriter and a speaker. Even when a speechwriter drafts a speech, the content is entirely within the control of the person who delivers it.“

Überträgt man die Aussagen des U.S.-Supreme Court auf das Verhältnis der „Bekanntgabe“ zu ihren Vorfeldmaßnahmen der „Informationsspeicherung“, „Informationsweiterleitung“ und „Informationsabfrage“, sind die natürlichen Personen, denen nur die Verantwortung hinsichtlich der letztgenannten Vorbereitungsmaßnahmen zukommt, lediglich als „speechwriter“ anzusehen, während ihnen die Entscheidungsmacht entzogen ist, über die „Bekanntgabe“ durch den „speaker“ zu bestimmen.

Nichts anderes ergibt sich schließlich unter Rückgriff auf das Kriterium der „Unverzüglichkeit“. Dieses dient entsprechend dem sprachlichen Assoziationshaushalt des europäischen Gesetzgebers nicht dazu, eine über die „Bekanntgabe“ hinausgehende Pflicht zu bestimmen oder eine anderweitig hergeleitete Pflicht inhaltlich zu beschränken. Aus der Vorgabe einer „unverzüglichen“, das heißt so schnell wie möglich durchzuführenden Veröffentlichung folgt einzig eine zeitliche Vorgabe für die Bekanntgabe von Insiderinformationen. Organisationsmaßnahmen werden hierdurch nicht angeordnet, weil der Unionsgesetzgeber solche anders auszudrücken pflegt.<sup>186</sup>

### b) *Ultra-Posse*-Grundsatz

Auch die Schlussfolgerungen, die an früherer Stelle aus dem *Ultra-Posse*-Grundsatz gezogen worden sind,<sup>187</sup> bestätigen, dass sich die Verhaltensweise der „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen lediglich auf ihre öffentliche Preisgabe beziehen kann. Denn die für eine „Bekanntgabe“ erforderliche Entscheidungsmacht setzt auch die Entscheidungsmöglichkeit voraus. Der verpflichtete Emittent kann die Information nämlich nicht *durch* einen Mitarbeiter an die Öffentlichkeit herantragen, der ebendiese Verhaltensweise nicht ausführen kann. Daher wäre dem *Ultra-Posse*-Grundsatz nicht entsprochen, wenn auch Mitarbeiter für verantwortlich erklärt würden, denen es nicht eigenständig möglich ist, die Insiderinformation für den Emittenten zu entäußern. Der Emittent kann der Pflicht zur „Bekanntgabe“ also nur zu einem Zeitpunkt nachkommen, in dem gerade solche Personen innerhalb des Emittenten über die Insiderinformation verfügen, denen die aus der Entscheidungsmöglichkeit resultierende Entscheidungsmacht zukommt, sie an die Öffentlichkeit weiterzugeben.<sup>188</sup>

Aber selbst, wenn man die Vorbereitungsmaßnahmen wie die „Informationsspeicherung“, „Informationsabfrage“ oder „Informationsweiterleitung“ in den Be-

<sup>186</sup> Vgl. § 8 D.

<sup>187</sup> Vgl. § 8 F. I.

<sup>188</sup> So auch *Grigoleit*, in: *Grigoleit*, AktG, § 78 Rn. 49.

griff der „Bekanntgabe“ hineinlesen würde, schiebt der *Ultra-Posse*-Grundsatz auch in praktischer Hinsicht einen Riegel vor eine solch erweiterte Wortlautinterpretation. Wie in § 9 E. erörtert worden ist, sind Mitarbeiter des Emittenten, die nicht in die Ad-Hoc-Publizitätspflicht eingebunden sind, nicht hinreichend sensibilisiert, um potentielle Insiderinformationen zu speichern oder weiterzuleiten. Zudem stellen sie keine taugliche Stelle dar, um eine unternehmensinterne Informationsabfrage hinreichend zu befriedigen. Daher sind für die „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR ausschließlich diejenigen Mitarbeiter innerhalb des Emittenten zuständig, denen es möglich ist, eigenständig darüber zu entscheiden, die Insiderinformation öffentlich preiszugeben.

### 3. „Aufschieben“ der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR

#### a) Begriffliche Reichweite

Neben der Pflicht zur „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR stellt die Möglichkeit der Selbstbefreiung gem. Art. 17 Abs. 4 MAR einen weiteren Anknüpfungspunkt dar, um die Stelle innerhalb des Emittenten zu identifizieren, die den *directing mind and will* im Umgang mit der Ad-Hoc-Publizität darstellt. Damit der Emittent von der Ad-Hoc-Publizitätspflicht befreit ist, wird neben den dazu erforderlichen Voraussetzungen der Art. 17 Abs. 4 lit. a–c MAR gefordert, dass die Gesellschaft einen entsprechenden Beschluss gefasst und dadurch die Veröffentlichung der Insiderinformation „aufgeschoben“ hat.<sup>189</sup> Wenn also natürliche Personen innerhalb des Emittenten für einen solchen Selbstbefreiungsbeschluss zuständig sind, sind sie insoweit als *directing mind and will* der juristischen Person anzusehen.

Genauso wie bei der Pflicht zur „Bekanntgabe“ i. S. d. Art. 17 Abs. 1 MAR ist auch in Bezug auf die Möglichkeit der Selbstbefreiung zunächst zu untersuchen, welche Tätigkeiten die natürlichen Personen ausführen, wenn sie von der Selbstbefreiungsmöglichkeit für den Emittenten Gebrauch machen. Stellt man nur auf diejenigen Personen ab, die den Selbstbefreiungsbeschluss fassen, wären konsequenterweise nur sie als *directing mind and will* des Emittenten anzusehen. Umgekehrt ist es auch im Zusammenhang mit dem „Aufschub“ von Insiderinformationen ausgeschlossen, dass Mitarbeiter zuständig sind, die nie mit Insiderinformationen in Berührung kommen.

Im Ausgangspunkt ist es jedoch wiederum denkbar, zumindest diejenigen unternehmensangehörigen Personen als für einen „Aufschub“ zuständig zu erachten, die – wie etwa die Poststelle des Emittenten – zwar nicht für den Umgang mit In-

<sup>189</sup> ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9. 2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 421; J. Koch, in: FS Köndgen, S. 329, 337; Krause, CCZ 2014, 248, 255; Kumpan, DB 2016, 2039, 2043; v. d. Linden, DStR 2016, 1036, 1038; Retsch, NZG 2016, 1201, 1205; Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593, 600; Veil, ZBB 2014, 85, 93; zweifelnd weiterhin Klöhn, AG 2016, 423, 431.

siderinformationen zuständig sind, jedoch dafür eingesetzt werden, um Informationen unternehmensintern zu speichern, weiterzuleiten oder abzufragen. Denn hierbei kommen auch sie mit Insiderinformationen in Berührung. Könnten diese Verhaltensweisen ebenfalls als „Aufschieben“ einer Insiderinformation bezeichnet werden, läge insoweit ein Anknüpfungspunkt dafür vor, um auch solche Personen als *directing mind and will* hinsichtlich der Selbstbefreiung anzusehen, die nicht für den Umgang mit Insiderinformationen zuständig sind.

Wie im Falle der „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR kann auch im Zusammenhang mit dem „Aufschub“ nach Art. 17 Abs. 4 MAR auf die Wortlautgrenze verwiesen werden. Einen Beschluss zu fassen, der die Befreiung des Emittenten von der Veröffentlichungspflicht zur Folge hat, verlangt eine andere Verhaltensweise als Informationen zu speichern, abzufragen oder weiterzuleiten. Insbesondere ist dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 4 MAR nicht deshalb eine geringere Bedeutung beizumessen als dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR, weil die Selbstbefreiung den Emittenten zu nichts verpflichtet, sondern ihn im Gegenteil nur begünstigt. Wird nämlich der Begriff des „Aufschubs“ i. S. d. Art. 17 Abs. 4 MAR extensiv ausgelegt, indem auch Verhaltensweisen hineingelesen werden, die dem Beschluss vorgeschaltet sind, wachsen auch die Anforderungen, denen ein Emittent gerecht werden muss, um nicht Sanktionsfolgen ausgesetzt zu sein, die an eine Verletzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht anknüpfen (vgl. Art. 30 MAR).<sup>190</sup> Wenn es also um die Vorkehrungen geht, die für einen „Aufschub“ i. S. d. Art. 17 Abs. 4 MAR erforderlich sind, gilt ebenfalls das aus dem Bestimmtheitsgebot und dem Analogieverbot nach Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK folgende Gebot restriktiver Auslegung.<sup>191</sup>

Demnach ist unter dem „Aufschub“ i. S. d. Art. 17 Abs. 4 MAR ausschließlich die Verhaltensweise zu verstehen, dass der Selbstbefreiungsbeschluss gefasst wird, nicht aber, dass hierfür erforderliche Informationen gespeichert, weitergeleitet oder abgefragt werden. Für den „Aufschub“ nach Art. 17 Abs. 4 MAR sind also ausschließlich diejenigen Mitarbeiter innerhalb des Emittenten zuständig, denen es möglich ist, über die Selbstbefreiung zu entscheiden.

#### *b) Verhältnis zwischen „Bekanntgabe“ und „Aufschub“*

Der Umstand, dass Art. 17 Abs. 4 MAR den Emittenten zu nichts verpflichtet, sondern nur begünstigt, wird unter einem weiteren Aspekt relevant. Hierfür ist das Verhältnis von Art. 17 Abs. 4 MAR und Art. 17 Abs. 1 MAR in den Blick zu nehmen.

Zunächst ist festzuhalten, dass dem Emittenten die Selbstbefreiung erst zu einem Zeitpunkt zur Seite stehen kann, in dem die Pflicht zur Bekanntgabe bereits entstanden ist.<sup>192</sup> Andernfalls gäbe es keine Verpflichtung, die der Emittent aufschieben könnte. Die Selbstbefreiungsmöglichkeit entsteht also nicht, bevor die Ad-Hoc-

<sup>190</sup> Eingehend § 5 B.

<sup>191</sup> Vgl. hierzu § 8 F. II.

<sup>192</sup> Mülbert/Sajnovits, WM 2017, 2041, 2042.

Publizitätspflicht entsteht. Dem kann insbesondere nicht entgegengehalten werden, dass der Emittent grundsätzlich auch die Option hat, eine vorsorgliche Selbstbefreiungsentscheidung zu treffen.<sup>193</sup> Denn ihre rechtliche Wirkung kann die Selbstbefreiung erst entfalten, sobald der Emittent tatsächlich dazu verpflichtet ist, eine Insiderinformation bekanntzugeben.

Nicht so eindeutig fällt aber die Antwort auf die umgekehrte Frage aus, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten entstehen kann, bevor er die Möglichkeit hat, sich zu befreien. Einerseits kann man sich auf den Standpunkt stellen, dass dem Emittenten die Selbstbefreiung erst zu einem Zeitpunkt möglich ist, in dem die für den Beschluss zuständige Stelle über die Insiderinformation verfügt. Andererseits kann mit einem weiten Verständnis behauptet werden, dass es dem Emittenten auch möglich ist, eine Information von einer unzuständigen an die zuständige Stelle weiterleiten zu lassen, um auf diese Weise dafür zu sorgen, dass der Selbstbefreiungsbeschluss gefasst wird.

Wenn man mit der weitergehenden Betrachtungsweise davon ausgeht, dass es dem Emittenten bereits dann möglich ist, den Selbstbefreiungsbeschluss herbeizuführen, wenn sich die Insiderinformation noch bei einer unzuständigen Stelle befindet, sagt man gleichzeitig, dass in diesem Zeitpunkt auch die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entsteht. Wie gezeigt, kann sich die Selbstbefreiungsmöglichkeit nämlich nicht ergeben, bevor der Emittent zur Ad-Hoc-Publizität verpflichtet ist. Infolge der weitergehenden Interpretation würde die Ad-Hoc-Publizitätspflicht also zu einem Zeitpunkt entstehen, in dem die Insiderinformation noch nicht an das Gremium gelangt ist, das dafür zuständig ist, den Beschluss über die Selbstbefreiung zu fassen. Der Emittent wäre zur Veröffentlichung einer Insiderinformation verpflichtet und könnte erst durch die Weiterleitung der Information dafür sorgen, dass über die Selbstbefreiung entschieden werden kann. Sollte sich aber herausstellen, dass ein solches Szenario dem Willen des Ordnungsgebers widerspricht, könnte die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst in einem Zeitpunkt entstehen, in dem sich die Insiderinformation bei der Stelle befindet, die die Selbstbefreiungsentscheidung fällt. Konsequenterweise könnten für die Zwecke des Art. 17 Abs. 4 MAR nur solche Personen als *directing mind and will* gelten, die darüber entscheiden können, ob die Befreiungsentscheidung getroffen wird oder nicht.

Ein solcher Wille des Gesetzgebers ist der Vorschrift des Art. 17 MAR nicht ausdrücklich zu entnehmen. Das Tor für eine ambivalente Betrachtung öffnet der Umstand, dass in Art. 17 MAR kein ausdrücklich angeordneter logischer Gleichlauf zwischen den Voraussetzungen des Pflichtentatbestands und den Anforderungen für eine Ausnahme von dieser Pflicht besteht.<sup>194</sup> Art. 17 Abs. 4 MAR leitet lediglich mit der Formulierung ein, dass der Emittent unter den aufgezählten Voraussetzungen die

---

<sup>193</sup> Zur generellen Zulässigkeit einer vorsorglichen Selbstbefreiung vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbner, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 93 m. w. N.; a. A. Günßer, NZG 2008, 855, 856.

<sup>194</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 279 f.



Offenlegung aufschieben „kann“. Dass ihm dies erst möglich ist, wenn die für den Beschluss zuständigen Personen von der Information Kenntnis haben, sagt an sich noch nichts darüber aus, ob er auch eigenständig dafür sorgen muss, dass die Information an jene zuständigen Personen gelangt.<sup>195</sup> Es ist also denkbar, dass die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR zu einem Zeitpunkt entsteht, in dem der Emittent noch nicht den nach Art. 17 Abs. 4 MAR erforderlichen Beschluss fassen kann. Daher impliziert die Möglichkeit zur Selbstbefreiung insoweit noch nicht, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst entsteht, wenn diejenigen Personen Kenntnis von der Insiderinformation haben, die für den Selbstbefreiungsbeschluss zuständig sind.

Anders als im Falle der Verpflichtung zu einer „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR kann im Falle der Begünstigung nach Art. 17 Abs. 4 MAR also nicht unter Rekurs auf den *Ultra-Posse*-Grundsatz entschieden werden, zu welchem Zeitpunkt es dem Emittenten möglich ist, die Veröffentlichung „aufzuschieben“. Dass die Veröffentlichungspflicht bereits zu einem Zeitpunkt entstehen soll, in dem der Emittent den Selbstbefreiungsbeschluss noch nicht fassen kann, ließe sich sogar darauf stützen, dass sich der sinnvolle Anreiz für den Emittenten ergibt, für einen schnellen Informationsfluss an die zuständigen Stellen zu sorgen, um von der Selbstbefreiungsmöglichkeit Gebrauch machen zu können. So wird etwa behauptet, der Emittent müsse sich die Selbstbefreiung „verdienen“, indem er eine wirksame Wissensorganisation etabliere.<sup>196</sup>

### c) Schutzzwecküberlegungen

Was sich ein Normadressat durch welche Verhaltensweisen „verdienen“ muss, kann nicht davon abhängen, in welche Pflichttatbestände man eine Vorschrift generell verwandeln kann, sondern ist stets an die Schutzrichtung gekoppelt, in die die betrachtete Regelung zeigt. Genauso wenig wie ein lose befestigter Wegweiser in eine falsche Richtung positioniert werden sollte, kann das begrifflich dünn ausgestaltete Verhältnis von Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR zum Anlass genommen werden, den Rechtsanwender auf eine Fährte zu locken, die Art. 17 MAR seinem Zweck nach nicht vorgibt. Daher kann die berechtigte Frage gestellt werden, warum ein Emittent sich die Selbstbefreiung nicht bereits dadurch verdient hat, dass er nach Art. 17 Abs. 1 MAR Insiderinformationen veröffentlichen muss, die denjenigen Stellen bekannt sind, die dafür zuständig sind, Insiderinformationen öffentlich preiszugeben oder einen Selbstbefreiungsbeschluss zu fassen. Eine Antwort ist nicht in der Fundgrube des bloß Möglichen, sondern in dem Schutzzweck des Art. 17 Abs. 4 MAR zu suchen.

Der Zweck des Art. 17 Abs. 4 MAR liegt darin, dem Geheimhaltungsinteresse des Emittenten gerecht zu werden, wenn er nach Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet wird,

---

<sup>195</sup> Gaßner, Ad-hoc-Publizität, S. 105 f.

<sup>196</sup> Thomale, Der gespaltene Emittent, S. 43; dem folgend Neumann, Wissenszurechnung, S. 128 f.



ihn unmittelbar betreffende Insiderinformationen bekannt zu geben.<sup>197</sup> Die marktsteuernde Auswirkung dieses Emittenteninteresses manifestiert sich dadurch, dass eine kapitalmarktorientierte Gesellschaft andernfalls einer Veröffentlichungspflicht ausgesetzt wäre, die ihren Investitionsanreiz hemmen würde.<sup>198</sup> Dies hätte nicht nur zur Folge, dass die Gesamtwohlfahrt nicht ihr volles Potential ausschöpft<sup>199</sup> und dadurch auch die Anleger des Emittenten ihrer Rendite beraubt werden. Eine bedingungslose Veröffentlichungspflicht würde auch die Entscheidung des Unternehmens provozieren, sich vom Kapitalmarkt abzuwenden, um die Früchte der getätigten Aufwendungen nicht dem Trittbrettfahrerbestreben seiner Wettbewerber aussetzen zu müssen. Entscheidet sich der Emittent hingegen, am Kapitalmarkt zu verbleiben und die sensible Information dennoch unveröffentlicht zu lassen, sieht er sich den Haftungsfolgen des Art. 17 Abs. 1 MAR ausgesetzt, die er als zusätzliche Kosten seines Marktauftritts einpreisen muss. Steht etwa ein Pharmaunternehmen vor der Entscheidung, in die Entwicklung von Medikamenten zu investieren, müsste es ohne eine Regelung wie Art. 17 Abs. 4 MAR damit rechnen, entweder kursrelevante Meilensteine durchweg der Öffentlichkeit zuführen zu müssen oder aber aufsichtsrechtlichen Konsequenzen und Schadensersatzklagen ausgesetzt zu sein, wenn es die Informationen geheim hält.

Die so gearteten Geheimhaltungsinteressen des Emittenten bilden den Gegenpol zu den Zielen des Anlegerschutzes, der Reduktion von Agenturkosten und der Marktpreisrichtigkeit.<sup>200</sup> So werden die Geheimhaltungsinteressen des Emittenten letztlich dadurch verwirklicht, dass sein Anreiz, öffentliche Güter soweit wie möglich abzuschirmen und positive Externalitäten zu vermeiden, entgegen Art. 17 Abs. 1 MAR aufrechterhalten wird.<sup>201</sup> Denn diese Verhaltensweisen werden von Art. 17 Abs. 4 MAR ausdrücklich verlangt, wenn dessen lit. c den Emittenten dazu anmahnt, die Geheimhaltung der betroffenen Insiderinformationen sicherzustellen. Werden solch berechnete Interessen des Emittenten aufgeführt, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu begrenzen oder gar von ihr abzusehen, indem die Geheimhaltungsanreize des Unternehmens gesetzlich gefördert werden, ist die Selbstbefreiungsmöglichkeit des Art. 17 Abs. 4 MAR ausschließlich als ein Mechanismus aufzufassen, der den aus Art. 17 Abs. 1 MAR resultierenden Belastungen des Emittenten entgegenwirkt. Ad-Hoc-Publizität und Selbstbefreiung stehen sich also

<sup>197</sup> Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 138.

<sup>198</sup> *SEC v Texas Gulf Sulphur Co.* 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968); vgl. auch RegE BT-Drs. 12/6679, S. 48: „selbst erarbeitete Wettbewerbsvorteile“; *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 235.

<sup>199</sup> *Easterbrook*, Sup. Ct. Rev. 1981, 309, 330 ff.

<sup>200</sup> Zu den Zielen der Ad-Hoc-Pflicht vgl. § 4 B.

<sup>201</sup> Vgl. hierzu § 4 C. II.

diametral gegenüber, indem Art. 17 Abs. 1 MAR für die Ziele einer Veröffentlichung und Art. 17 Abs. 4 MAR für die Belange des Emittenten einsteht.<sup>202</sup>

Allerdings würde sich ein dem widersprechender Schutzzweckgleichlauf von Art. 17 Abs. 1 MAR und Art. 17 Abs. 4 MAR ergeben, wenn man eine sich auch auf unzuständige Mitarbeiter erstreckende Wissenszurechnung damit begründen würde, der Emittent müsse dazu motiviert werden, Insiderinformationen zu speichern, abzufragen und weiterzuleiten. Da er sich nur durch ebendiese Verhaltensweisen in die Lage versetzen könnte, von der Selbstbefreiungsmöglichkeit des Art. 17 Abs. 4 MAR Gebrauch zu machen, würden die sich gegenüberstehenden Absätze das gleiche Ziel verfolgen, sämtliche Insiderinformationen an die Führungsebene zu transferieren. Dadurch würde Art. 17 Abs. 4 MAR von einer Schutzvorschrift für den Emittenten in eine Wissensorganisationsvorschrift im Interesse der Öffentlichkeit umgemünzt. Die gegenläufigen Schutzzwecke von Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR können also nur beibehalten werden, wenn in die Selbstbefreiungsmöglichkeit nicht das Ziel hineingelesen wird, den Emittenten zu animieren, Insiderinformationen an die hierfür zuständige Stelle weiterzuleiten.

#### *d) Wahrnehmung der Selbstbefreiungsmöglichkeit*

Soll Art. 17 Abs. 4 MAR einen Gegenpol zu Art. 17 Abs. 1 MAR darstellen, damit die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht so weit reicht, dass die Interessen des Emittenten untergraben werden, ist nicht nur in schutzzweckorientierter, sondern auch in faktischer Hinsicht zu fordern, dass für den Emittenten eine zumutbare Möglichkeit besteht, seine Belange mithilfe einer Selbstbefreiung zu verwirklichen.<sup>203</sup>

Liegt in dem bereits bemühten Beispiel des Pharmaunternehmens die kursrelevante Information über das gerade neu entwickelte Medikament bereits der für die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zuständigen Stelle des Emittenten vor, kann diese in Kenntnis aller relevanten und ihr verfügbaren Umstände darüber entscheiden, ob die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR gegeben sind. Schwieriger gestaltet sich jedoch die Lage für den Emittenten, wenn nur das für Ad-Hoc-Sachverhalte unzuständige Chemiker-Team über das entwickelte Medikament Bescheid weiß. Dann kann der Emittent sich erst nach Art. 17 Abs. 4 MAR befreien und insbesondere die für Art. 17 Abs. 4 lit. c MAR erforderlichen Maßnahmen in die Wege leiten, wenn die Information über das Medikament an die dafür zuständige Stelle gelangt. Würde die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits dann vorliegen, wenn das Medikament im Labor entsteht, würde der Emittent schon während der Prozesse der Informationsspeicherung, Informationsabfrage und Informationsweiterleitung durchweg der Veröf-

---

<sup>202</sup> Vgl. auch *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 234: „Die Möglichkeit, die Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 Abs. 4 aufzuschieben, führt zu einer Relativierung der weitreichenden Offenlegungspflicht des Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1“.

<sup>203</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 Rn. 32; *J. Koch*, AG 2019, 273, 279 f.

fentlichungspflicht inklusive sämtlicher Rechtsfolgen unterliegen, ohne dass ihm das Ausgleichsinstrument der Selbstbefreiung zustünde.<sup>204</sup> Der Wertungswiderspruch zu den Zielen des Art. 17 Abs. 4 MAR liegt auf der Hand: Der Emittent würde auch dann gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verstoßen, wenn es sich um eine an sich befreiungswürdige Insiderinformation handeln würde. Könnte man einer Gefahr solch ausufernder Haftungsrisiken noch entgegenhalten, dass der Emittent nicht *per se*, sondern nur „unverzüglich“ zu einer Veröffentlichung verpflichtet ist, würde dennoch ein Zeitfenster verbleiben, in dem die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR entstanden ist, dem Emittenten die Möglichkeit der Selbstbefreiung aber noch nicht zur Seite steht. Denn ein solches zeitliches Intervall kommt zwangsläufig zustande, wenn man die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entstehen lässt, bevor die zuständige Stelle Kenntnis von der Insiderinformation hat.

Existiert demnach ein Zeitraum, in dem der Emittent für eine unterlassene Veröffentlichung haftbar gemacht werden kann, ohne dass er den Rechtsfolgen dadurch ausweichen kann, dass die zuständige Stelle einen Selbstbefreiungsbeschluss nach Art. 17 Abs. 4 MAR fasst, wird er im Vorfeld einer Investition auch das Risiko einpreisen, dass während des Herstellungsprozesses Insiderinformationen entstehen, für deren unterlassene Veröffentlichung er einstehen muss, ohne sich hiervon befreien zu können. Ein neues Medikament kostet das Pharma-Unternehmen mithin nicht nur den damit unmittelbar verbundenen Aufwand wie etwa die Rohstoffe, Arbeitskraft etc., sondern auch das Risiko, den an Art. 17 Abs. 1 MAR knüpfenden Rechtsfolgen unausweichlich, das heißt ohne Rückgriff auf die Selbstbefreiung, ausgeliefert zu sein. Genauso wie das Fehlen einer Regelung wie Art. 17 Abs. 4 MAR den Investitionsanreiz des Emittenten hemmen würde, weil er Haftungsfolgen ausgesetzt wäre, die sich nicht im Wege einer Selbstbefreiung vermeiden lassen, geht der Investitionsanreiz eines Unternehmens ebenfalls verloren, wenn es zwar eine Vorschrift wie Art. 17 Abs. 4 MAR gibt, das Unternehmen aber faktisch daran gehindert ist, von ihr Gebrauch zu machen. Denn im Wege der daraus resultierenden Haftung steht es genau den Kosten gegenüber, die sich ergeben würden, wenn es an einer Selbstbefreiungsmöglichkeit fehlen würde.

#### *e) Zwischenschritte*

Wird man im Falle eines vollständig entwickelten Medikaments noch behaupten können, dass die Haftungsrisiken deshalb überschaubar sind, weil die für Ad-Hoc-Sachverhalte zuständige Stelle des Emittenten regelmäßig zeitnah von der entsprechenden Information erfährt, wächst die Bedeutung der Selbstbefreiung mit der Anzahl und Vielfältigkeit von möglichen Ereignissen, die sich als insiderrelevante Zwischenschritte entpuppen können.<sup>205</sup> Dazu gehören etwa Entdeckungen, die im

<sup>204</sup> Hüfner/Koch, AktG, § 78 Rn. 32; J. Koch, AG 2019, 273, 279 f.

<sup>205</sup> J. Koch, AG 2019, 273, 280; vgl. auch Leyens, ZGR 2020, 256, 257 f.: „Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizität“.

Entwicklungsprozess eines Medikaments auftreten und dabei für sich genommen bereits den Kurs der vom Emittenten ausgegebenen Wertpapiere beeinflussen würden, wenn sie öffentlich bekannt wären. So müssten infolge einer Wissenszurechnung, die sich auch auf für die Ad-Hoc-Pflicht unzuständige Mitarbeiter erstreckt, sämtliche, auch noch so kleinschrittige Entwicklungsstufen an die ad-hoc-zuständige Stelle berichtet werden, um auf ihre Insiderrelevanz überprüft zu werden. Bereits ein für das maßgebende Projekt nebensächlicher Zufallsfund durch einen im Labor arbeitenden Chemiker kann nach Art. 7 Abs. 3 MAR eine Insiderinformation darstellen, deren Bekanntgabe ausweislich des Art. 17 Abs. 4 UAbs. 2 MAR nach dem Willen des Gesetzgebers ebenfalls durch das Selbstbefreiungsprivileg relativiert werden muss. Dementsprechend wurde die Ausweitung einer Insiderinformation auf Zwischenschritte stets damit gerechtfertigt, dass das Haftungsrisiko des Emittenten durch das Institut der Selbstbefreiung aufgefangen wird.<sup>206</sup>

Wächst die Anzahl möglicher Insiderinformationen demnach exponentiell, weil auch Zwischenschritte mit einzubeziehen sind, weitet sich das Zeitfenster zwischen der Pflichtentstehung nach Art. 17 Abs. 1 MAR und der Selbstbefreiungsmöglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 MAR aus, wenn man die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entstehen lässt, bevor die hierfür zuständigen Stellen über die Information verfügen. Es kann nämlich eine Fülle kursrelevanter Ereignisse auftreten, von denen die zuständigen Stellen – wenn überhaupt – erst weitaus später erfahren. Zum einen steigen dadurch die Haftungsrisiken für den Emittenten, die sich umso mehr ihrer faktischen Relativierbarkeit durch eine Selbstbefreiung entziehen, je weiter der Zwischenschritt hierarchisch von der hierfür zuständigen Stelle entfernt ist. Daher besteht eine noch größere Wahrscheinlichkeit dafür, dass die erwartete Kostenseite einer Investition den Emittenten dazu zwingt, von dem im übrigen wohlfahrtsfördernden Projekt Abstand zu halten oder es in der Rolle eines nicht kapitalmarktorientierten Unternehmens zu verwirklichen. Zum anderen sind die für Ad-Hoc-Publikationen unzuständigen Mitarbeiter nicht in der Lage, Zwischenschritte auf ihre Insidertauglichkeit zu untersuchen, weswegen sie in Anbetracht der mit Rechtsunsicherheiten flankierten Haftungsrisiken weitaus mehr Informationen speichern und an die zuständige Stelle weiterleiten werden, als darunter in Wirklichkeit Insiderinformationen erblickt werden können.<sup>207</sup> Statt einer Kapitalsammelstelle, die entsprechend ihrem Unternehmensgegenstand operiert, mutiert die Gesellschaft zu einer Sammel-, Abfrage- und Weiterleitungsstelle für potentielle Insiderinformationen, da Mitar-

---

<sup>206</sup> BGH NJW 2013, 2114, Rn. 26 – Geltl; *Bachmann*, ZHR 172 (2008), 597, 608; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1082; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 140; eingehend *Hössl-Neumann*, Informationsregulierung, S. 39 ff. Generell zur Bedeutung von Geheimhaltungsinteressen bei Veröffentlichungspflichten *Gilotta*, 13 EBOR (2012), 45 ff.

<sup>207</sup> Vgl. zu einem hieraus resultierenden *Information Overload* und einem darauf beruhenden *Hindsight Bias* vgl. § 4 B. I. 4.

beiter des Unternehmens entgegen ihrer eigentlichen Aufgabe in den Finanzmarktauftritt der Kapitalgesellschaft eingebunden werden.<sup>208</sup>

Daher kann die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur zu einem Zeitpunkt entstehen, in dem sich die Insiderinformation bei der Stelle befindet, die für einen Aufschub der Veröffentlichung i. S. d. Art. 17 Abs. 4 MAR zuständig ist.

## B. Folgen für die Wissenszurechnung

### I. Kenntnis der Führungspersonen

Führt man nun die nach Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR verantwortlichen Personen mit den in Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR aufgezeigten Bezugspunkten der Verantwortung zusammen, lässt sich aufzeigen, wer den *directing mind and will* des Emittenten für die Zwecke der Ad-Hoc-Publizität darstellt, um sein Wissen als Wissen der Gesellschaft anzusehen. Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR gibt vor, dass die Führungspersonen für einen Verstoß der Gesellschaft verantwortlich sind. Der Emittent verletzt seine Ad-Hoc-Publizitätspflicht sowohl dann, wenn er veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen nicht bekannt gibt, als auch dann, wenn er die Veröffentlichung nicht aufschiebt. Daher sind Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowohl für die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR als auch für die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR zuständig.<sup>209</sup>

Wie gesehen, wird eine Insiderinformation „bekanntgegeben“, indem sie an die Öffentlichkeit entäußert wird.<sup>210</sup> Dies ist nicht möglich, solange die Führungspersonen nicht über die Insiderinformation verfügen. Wenn also auf die nach Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR verantwortlichen Führungskräfte abzustellen ist, so ist deren Verantwortungsbereich im Hinblick auf die Ad-Hoc-Publizität darauf beschränkt, der Öffentlichkeit Insiderinformationen preiszugeben. Dagegen sind etwaige Vorfeldmaßnahmen, wie etwa die Abfrage von Informationen oder die Sicherstellung ihrer Speicherung oder Weiterleitung, nicht von dem Pflichtenradius einer „Bekanntgabe“ umfasst. Insoweit folgt, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nur zu einem Zeitpunkt entstehen kann, in dem die Führungspersonen Kenntnis von der Insiderinformation haben.<sup>211</sup> Denn würde dem Emittenten das Wissen anderer natürlicher Personen zugerechnet, wären die Führungskräfte angehalten, sich entgegen der tatbestandlich umschriebenen Verantwortungsbegrenzung solcher Vorfeldmaßnahmen zu bedienen, die über den Pflichtenradius der „Bekanntgabe“ hinausgehen.

<sup>208</sup> Vgl. auch *Grundmann*, in: Staub, HGB, Bd. 11/1, Rn. 497: „Emittenten, die allein wegen [des] Kursbeeinflussungspotentials Veröffentlichungspflichten unterlägen, [würden] potenziell zu Pressehäusern für alle Vorfälle dieser Welt“.

<sup>209</sup> I. E. auch *Breuer*, Wissen, S. 59.

<sup>210</sup> Vgl. § 11 A. II. 2.

<sup>211</sup> Wie sich aus § 6 ergibt, liegt Kenntnis sowohl bei Innumständen als auch bei einem *blind-eye-knowledge* vor.

Gleiches gilt für die Wahrnehmung der Selbstbefreiungsmöglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 MAR. Nach Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR sind die Führungspersonen dafür zuständig, den Selbstbefreiungsbeschluss zu fassen, sofern sie der Auffassung sind, dass die dafür erforderlichen Voraussetzungen vorliegen. Dieser Vorgang ist den Führungskräften nur möglich, sobald sie über die infrage stehende Information verfügen. Würde man dem Emittenten daher das Wissen anderer natürlicher Personen zurechnen, würde die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu einem Zeitpunkt entstehen, in dem die Führungsebene noch keinen Selbstbefreiungsbeschluss für den Emittenten fassen kann. Wie aufgezeigt, würde dies aber dem Willen des Verordnungsgebers widersprechen, der die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst zu einem Zeitpunkt entstehen lassen will, in dem der Emittent auch die Selbstbefreiungsentscheidung fällen kann.<sup>212</sup> Daher entsteht die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auch unter diesem Gesichtspunkt erst zu einem Zeitpunkt, in dem die Führungspersonen von der Insiderinformation Kenntnis haben.

## **II. Kenntnis von Mitarbeitern nachgeordneter Hierarchieebenen**

### **1. Keine Wissenszurechnung kraft originärer Verantwortung**

Wie aus Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR hervorgeht, kann bei Mitgliedern der Führungsebene nicht stehen geblieben werden, da der Gesetzgeber davon ausgeht, dass auch „andere verantwortliche Personen“ die Pflichten des Emittenten erfüllen können. Jedoch muss die Verantwortung der „anderen Personen“ im Rahmen der Auffangvariante des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR jener der Führungspersonen vergleichbar sein. Dies wäre nur dann Fall, wenn sie die Entscheidungsmacht darüber innehaben, ob eine Insiderinformation an die Öffentlichkeit herangetragen, das heißt nach Art. 17 Abs. 1 MAR „bekannt gegeben“ oder ob der für eine Selbstbefreiung erforderliche Beschluss gefasst, das heißt die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR „aufgeschoben“ wird. Dies ist bei nachgeordneten Mitarbeitern aber nicht der Fall.<sup>213</sup> Wie gezeigt, können sie allenfalls über etwaige Vorfeldmaßnahmen wie eine Informationsspeicherung, Informationsweiterleitung oder eine Informationsabfrage entscheiden, nicht aber über die „Bekanntgabe“ oder den „Aufschub“ selbst.<sup>214</sup> Dies spricht dagegen, dem Emittenten das Wissen nachgeordneter Mitarbeiter ohne Weiteres zuzurechnen.

---

<sup>212</sup> Vgl. § 11 A. II. 3.

<sup>213</sup> Vgl. auch ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9.2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239: „There should be person(s) appointed within the issuer responsible for taking such decision. This person(s) should be clearly identified within the issuer and should have the necessary decision-making power (e.g. a managing board member or a senior executive director), considering the major importance of the decision“.

<sup>214</sup> Vgl. § 11 A. II.

Dass im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR im Ausgangspunkt nur das Wissen der Führungsebene, nicht aber das Wissen nachgeordneter Mitarbeiter zuzurechnen ist, kommt auch in Art. 17 Abs. 8 MAR zum Ausdruck. Nach Art. 17 Abs. 8 Alt. 1 MAR muss der Emittent eine Insiderinformation veröffentlichen, die er in Gemäßheit mit dem Ausschlussstatbestand des Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR offengelegt hat. Daneben trifft die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 8 Alt. 2 MAR auch eine „im Auftrag“ oder „auf Rechnung“ des Emittenten handelnde Person,<sup>215</sup> falls sie eine Insiderinformation nach Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR offengelegt hat.<sup>216</sup> Daraus folgt, dass stets die Person bekanntgabepflichtig ist, die den Tatbestand des Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR erfüllt: der Emittent, wenn er die Insiderinformation nach Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR offengelegt hat und die im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten handelnde Person, wenn sie die Insiderinformation nach Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR offengelegt hat.

Indem der Verordnungsgeber sowohl den Emittenten selbst (Art. 17 Abs. 8 Alt. 1 MAR) als auch in seinem Auftrag oder auf Rechnung handelnde Personen (Art. 17 Abs. 8 Alt. 2 MAR) adressiert, geht er davon aus, dass dem Emittenten nicht das Wissen von Personen zuzurechnen ist, die in seinem Auftrag oder auf seine Rechnung handeln. Denn wäre das Wissen der Personen nach Art. 17 Abs. 8 Alt. 2 MAR dem Emittenten zuzurechnen, hätte es in Art. 17 Abs. 8 MAR nur einer Veröffentlichungspflicht des Emittenten bedurft, während die eigene Veröffentlichungspflicht der im Auftrag oder auf Rechnung handelnden Personen obsolet wäre.<sup>217</sup>

Die in Art. 17 Abs. 8 Alt. 1 und Alt. 2 MAR getroffene Differenzierung strahlt auch auf die Wissenszurechnung im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR aus.<sup>218</sup> Denn wäre das Wissen der Personen in Art. 17 Abs. 8 Alt. 2 MAR dem Emittenten zuzurechnen, hätte Art. 17 Abs. 8 MAR kaum einen eigenständigen Anwendungsbereich.<sup>219</sup> Dies gilt selbst dann, wenn man annimmt, die

<sup>215</sup> Die Begriffe „im Auftrag“ und „für Rechnung“ i.S.d. Art. 17 Abs. 8 Alt. 2 MAR sind unionsrechtlich-autonom auszulegen: „Im Auftrag“ ist als „auf Veranlassung“ und nicht als Auftrag i.S.d. § 662 BGB zu verstehen; „auf Rechnung“ oder „für Rechnung“ bedeutet, dass die wirtschaftlichen Folgen der Offenlegung der Information den Emittenten bzw. den Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate treffen, vgl. *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 329.

<sup>216</sup> So die wohl h. M., vgl. *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO 596/2014 Rn. 285; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 466; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 328; a. A. *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 186.

<sup>217</sup> *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 472.

<sup>218</sup> Zu den identischen Zielen von Art. 17 Abs. 8 und Art. 17 Abs. 1 MAR vgl. etwa *Veil/Brüggemeier*, Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 183: „Diese Publizitätspflicht [nach Art. 17 Abs. 8 MAR] fügt sich nahtlos in den Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Abs. 1 ein“.

<sup>219</sup> Vgl. *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 453: „In vielen Fällen des Art. 17 Abs. 8 ist der Emittent daher schon gem. Art. 17 Abs. 1 zur Veröffentlichung verpflichtet“. Dazu, dass eine „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR und eine „Veröffentlichung“ nach Art. 17 Abs. 8 MAR identisch zu verstehen sind vgl. § 8 B. I. 2.



Insiderinformation müsse den Emittenten im Rahmen des Art. 17 Abs. 8 MAR nicht unmittelbar betreffen.<sup>220</sup> Denn dieses Merkmal wird typischerweise erfüllt sein, wenn denjenigen Personen eine Insiderinformation entgegenkommt, die im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten handeln und die das relevante Ereignis „im Zuge der normalen Ausübung ihrer Beschäftigung“ offenlegen (vgl. Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR).<sup>221</sup> Daher zeigt sich auch unter diesem Gesichtspunkt, dass nicht ohne Weiteres auf nachgeordnete Mitarbeiter abgestellt werden kann, wenn es um die Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR geht.

## 2. Wissenszurechnung kraft abgeleiteter Verantwortung

Mitarbeiter, denen nicht von vornherein die Entscheidungsmacht hinsichtlich der „Bekanntgabe“ nach Art. 17 Abs. 1 MAR oder des „Aufschubs“ nach Art. 17 Abs. 4 MAR zukommt, können im Wege der Delegation in den Verantwortungsbereich des *directing mind and will* miteinbezogen werden.<sup>222</sup> Die Möglichkeit einer durch Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR angedeuteten Delegation<sup>223</sup> ist einhellig anerkannt.<sup>224</sup> Es gehört mittlerweile sogar zum „absoluten Marktstandard“, Ad-Hoc-Gremien einzurichten, die ad-hoc-relevante Sachverhalte bewerten.<sup>225</sup> Dabei verfügen 45 % der Ad-Hoc-Komitees über vollumfängliche Entscheidungskompetenzen, während 55 % Entscheidungen lediglich vorbereiten.<sup>226</sup> Daher stellt sich die Frage, ob dem Emittenten das Wissen nachgeordneter Mitarbeiter zuzurechnen ist, wenn sie im Wege der Delegation vollständig oder teilweise damit betraut worden sind, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht für den Emittenten wahrzunehmen, etwa indem sie in die Prozesse der „Bekanntgabe“ oder des „Aufschubs“ miteinbezogen worden sind.

Den Anknüpfungspunkt für eine Wissenszurechnung liefert Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR, da es sich bei den Mitgliedern eines Ad-Hoc-Gremiums um „andere Personen“, das heißt nicht um Mitglieder der Führungsebene handelt. Wie sich aus dem systematischen Verhältnis von Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 und Alt. 2 MAR ergeben hat, sind „andere Personen“ nach Alt. 2 aber nur dann verantwortlich, wenn

<sup>220</sup> So etwa Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 454; a.A. Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 291.

<sup>221</sup> Buck-Heeb, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 222.

<sup>222</sup> Zur abgeleiteten Wissenszurechnung im Rahmen des *directing mind and will*-Konzepts vgl. *Tesco Supermarkets Ltd v Natrass* [1972] A.C. 153, 174 (per Lord Reid).

<sup>223</sup> Vgl. hierzu § 11 A. I. 3.

<sup>224</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36 f. mit der Besonderheit, dass ein Organmitglied bei der Entscheidung beteiligt sein muss; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 92; Frowein/Berger, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 59; jeweils in Bezug auf die Selbstbefreiung. Allgemein Ihrig, in: FS Krieger, S. 437, 439; Schockenhoff/Hoffmann, ZGR 2021, 201, 212 f. Vgl. auch Böckli, Schweizer Aktienrecht, § 7 Rn. 102 f. Zur Herleitung aus dem nationalen Recht Breuer, Wissen, S. 62 f., 69; Fietz, Wissenszurechnung, S. 193 f.

<sup>225</sup> Groß/Royé, BKR 2019, 272, 273.

<sup>226</sup> Groß/Royé, BKR 2019, 272, 273.



ihre Verantwortung mit jener der Führungspersonen vergleichbar ist.<sup>227</sup> Dies ergibt sich im Hinblick auf Mitglieder eines Ad-Hoc-Gremiums daraus, dass es sich um ein „kompetent besetzte[s]“ Gremium handeln muss,<sup>228</sup> dessen „Mitglieder in der Lage sind, binnen kurzer Zeit auf der Grundlage komprimierter Information [...] die Vor- und Nachteile des Publizitätsaufschubs für die Aktionäre abzuwägen“.<sup>229</sup> Eine hierauf aufbauende Zurechnung des Wissens von Gremienmitgliedern ist also deshalb gerechtfertigt, weil für Mitglieder eines Ad-Hoc-Gremiums der Anlass besteht, einen für insiderrechtlich relevant erachteten Umstand zu speichern und weiterzuleiten und als Ansprechpartner für Abfrageverlangen anderer Stellen, wie etwa der Führungsebene, zu dienen.<sup>230</sup> Wenn sich demnach die Wissenszurechnung auch auf Mitglieder des Ad-Hoc-Gremiums erstreckt, trifft den Emittenten konsequenterweise eine auf das Verhältnis von Führungsebene und Ad-Hoc-Gremium beschränkte Informationsspeicherungs-, Informationsweiterleitungs- und Informationsabfragepflicht.<sup>231</sup> Denn ist das Gremium beispielsweise nur damit betraut, die Entscheidungen der Führungsebene vorzubereiten, muss die Information im Falle einer festgestellten Veröffentlichungspflicht an die Führungsebene gelangen, damit sie bekannt gegeben werden kann.<sup>232</sup>

Eine Delegation der Ad-Hoc-Publizitätspflicht schafft also eine Grundlage dafür, um dem Emittenten auch Wissen von Mitarbeitern zuzurechnen, die nicht der Führungsebene angehören.<sup>233</sup> Anders als bei Führungspersonen handelt es sich bei der Zuständigkeit kraft Delegation nicht um eine originäre, sondern um eine abgeleitete Zuständigkeit, die ausschließlich daraus geschöpft wird, dass Personen, die von den Führungspersonen verschieden sind, mit der Aufgabe der „Bekanntgabe“ oder des „Aufschubs“ betraut werden. Insoweit ist es richtig, dass sich die Reichweite der Wissenszurechnung infolge der Arbeitsteilung erweitert. Entscheidend ist hierbei aber, welche Aufgaben auf nachgeordnete Mitarbeiter übertragen werden: Sollen sie gerade die Ad-Hoc-Publizität für den Emittenten wahrnehmen, ist es gerechtfertigt, sie in die Wissenszurechnung im Zusammenhang mit Art. 17 Abs. 1 MAR miteinzubeziehen, da sie dann eine der Führungsebene vergleichbare Verantwortung i. S. d. Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR i. V. m. Art. 17 Abs. 1 MAR übernehmen. Erfüllen nachgeordnete Mitarbeiter aber eine gänzlich andere Tätigkeit, bei der sie zwar mit Insiderinformationen in Berührung kommen, mangels Erfahrung und Expertise aber nicht damit betraut sind, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht für den Emittenten wahr-

<sup>227</sup> *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 386; vgl. § 11 A. I. 3.

<sup>228</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 92.

<sup>229</sup> *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 159.

<sup>230</sup> Vgl. zur anlassabhängigen Relevanz bereits § 9 E. I.

<sup>231</sup> Zu beschränkten Wissensorganisationspflichten kraft Delegation der Wahrnehmung der Ad-Hoc-Publizität vgl. auch Sanktionskommission (Schweiz) vom 16. April 2009, SaKo 2009 – AHP/MP-II/08, Rn. 4

<sup>232</sup> Wie hier *Breuer*, Wissen, S. 69.

<sup>233</sup> Zur abgeleiteten Wissenszurechnung im Rahmen des *directing mind and will*-Konzepts vgl. *Tesco Supermarkets Ltd v Natrass* [1972] A.C. 153, 174 (per Lord Reid).

zunehmen, fehlt es an einer nach Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR erforderlichen Vergleichbarkeit der Verantwortung im Hinblick auf Art. 17 Abs. 1 MAR und damit an einer Grundlage für eine Wissenszurechnung.<sup>234</sup>

Stimmen, die die Arbeitsteilung innerhalb einer juristischen Person dazu anführen, um das Wissen sämtlicher Mitarbeiter der Gesellschaft zuzurechnen, übersehen also, dass der Arbeitsteilung stets eine Aufteilung in Verantwortungsbereiche immanent ist. Indem man aber das Wissen über diese Verantwortungsbereiche hinaus zurechnet, lässt man die Wissenszurechnung über das hinausgehen, was sie eigentlich neutralisieren soll: die Arbeitsteilung.<sup>235</sup>

### III. Spezialfall: Kenntnis der Aufsichtsratsmitglieder

#### 1. Ausgangspunkt

In einer dualistisch organisierten Korporation kommt es vor, dass Insiderinformationen im Rahmen der Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats entstehen. Von solchen Informationen wird der Vorstand – wenn überhaupt – erst zu einem späteren Zeitpunkt erfahren. Beispiele hierfür sind Personalentscheidungen des Aufsichtsrats hinsichtlich der Vorstandsmitglieder, die Einleitung von Untersuchungsmaßnahmen gegen Vorstandsmitglieder oder die Befassung des Aufsichtsrats mit einem bevorstehenden Übernahmeangebot für die Gesellschaft, von dem die Führungsebene noch keine Kenntnis hat.<sup>236</sup> Ausgehend hiervon stellt sich die Frage, ob der Aufsichtsrat dafür verantwortlich ist, Insiderinformationen bekanntzugeben oder ihre Veröffentlichung aufzuschieben. Würden die Mitglieder des Aufsichtsrats diesbezüglich den *directing mind and will* des Emittenten darstellen, wäre ihr Wissen als

<sup>234</sup> So auch *Di Noia/Gargantini*, ECFR 2012, 484, 494: „if and only if the bodies bearing such responsibility are aware of the information the issuer may disseminate news according to the MAD implementing measures“ (Hervorhebung durch Verfasser). In anderem Zusammenhang auch *GA Wahl*, Schlussanträge vom 26. 10. 2016, C-679/15, ECLI:EU:C:2016:807, Rn. 30, 41 ff. Unter Rückgriff auf nationale Grundsätze der Wissensorganisation rechnet *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 195 hingegen auch das Wissen unzuständiger Mitarbeiter zu; in diese Richtung auch *Breuer*, Wissen, S. 70, 73 f.; allgemein *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 228 ff., der bei der Wissenszurechnung nachgeordneter Mitarbeiter ebenfalls darauf abstellt, ob eine Wissensweitergabe möglich und zumutbar ist.

<sup>235</sup> Vgl. auch BGH NJW 2000, 1411, 1412 im Rahmen des § 852 BGB a. F.: „Dass auch die Leistungsabteilung der Kl. mit dem Schadensfall verantwortlich befasst war bzw. ist, soweit es um die an den Geschädigten selbst zu erbringenden Leistungen ging bzw. geht, ist demgegenüber ohne Belang, weil diese in der Verantwortung der Leistungsabteilung liegende Tätigkeit nicht auf die Verfolgung von Schadensersatzansprüchen abzielt.“; ähnlich *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 36 f.

<sup>236</sup> *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 426. Zu weiteren Tätigkeitsfeldern des Aufsichtsrats vgl. *Holle*, ZIP 2019, 1895, 1897 f.

das Wissen des Emittenten anzusehen.<sup>237</sup> Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht würde folglich entstehen, sobald der Aufsichtsrat von der Insiderinformation Kenntnis hat.

Während weitgehend Einigkeit darüber besteht, dass der Aufsichtsrat nicht dafür verantwortlich ist, Insiderinformationen zu veröffentlichen,<sup>238</sup> ist die Frage, inwieweit er dafür verantwortlich ist, die Veröffentlichung von Insiderinformationen aufzuschieben, noch nicht abschließend geklärt.<sup>239</sup> Nach überwiegender Meinung soll der Aufsichtsrat einen Selbstbefreiungsbeschluss innerhalb des Aufgabenbereichs fassen, für den er ausschließlich vertretungs- und geschäftsführungsbefugt ist.<sup>240</sup> Andere Stimmen befürworten eine noch weitergehende Zuständigkeit des Aufsichtsrats, die immer dann gegeben sei, wenn der Vorstand keine Kenntnis von einer Insiderinformation habe und ein berechtigtes Interesse des Aufsichtsrats daran bestehe, die Information gegenüber dem Vorstand vertraulich zu behandeln.<sup>241</sup> Zur dogmatischen Herleitung wird entweder auf eine teleologische Reduktion des § 111 Abs. 4 Satz 1 AktG oder auf eine analoge Anwendung des § 112 AktG verwiesen.<sup>242</sup> Schließlich wird das Selbstbefreiungsbedürfnis des Aufsichtsrats unter Hinweis darauf relativiert, dass eine Insiderinformation im Bereich seiner ausschließlichen Vertretungs- und Geschäftsführungsbefugnis ohnehin dem Vertraulichkeitsgebot unterliege und bereits deshalb nicht zu veröffentlichen sei, ohne dass es hierfür noch einer Befreiungsentscheidung bedürfe.<sup>243</sup>

Je nachdem, inwieweit man den Aufsichtsrat als zuständig erachtet, die Ad-Hoc-Publizität für den Emittenten wahrzunehmen, können die Mitglieder des Aufsichtsrats als *directing mind and will* des Emittenten angesehen werden, sodass ihr Wissen dem Emittenten zuzurechnen wäre. Da es die Wissenszurechnung aus dem Aufsichtsrat war, die die Diskussion um ein Wissenserfordernis im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität ursprünglich herausgefordert hat, und sich zudem im faktischen

<sup>237</sup> Ebenfalls auf die Zuständigkeit abstellend *Buck-Heeb*, in: FS Grunewald, S. 113, 120.

<sup>238</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 25; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 54, 65; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 38; a. A. *Hemeling*, ZHR 184 (2020), 397, 404 f.; *Kiefer/Krämer/Happ*, DB 2020, 1386, 1392.

<sup>239</sup> Vgl. zum Streitstand *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 383; *Ihrig*, in: FS Krieger, S. 437, 439 ff.

<sup>240</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36; *Ihrig/Kranz*, BB 2013, 451, 456; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 193; *Leyendecker-Langer/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 75; *Mülbert*, in: FS Stilz, S. 411, 416, 420 ff.; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 278; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1206; *Schockenhoff/Hoffmann*, ZGR 2021, 201, 219; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 38.

<sup>241</sup> *Groß*, in: FS U. H. Schneider, S. 285, 392; *Groß/Royé*, BKR 2019, 272, 277; *Kocher/S. Schneider*, ZIP 2013, 1607, 1611.

<sup>242</sup> Vgl. *Kocher/S. Schneider*, ZIP 2013, 1607, 1611; *Mülbert*, in: FS Stilz, S. 411 ff.

<sup>243</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 95. Gegen jegliche Zuständigkeit des Aufsichtsrats auch *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 195 ff.

Konzern häufig die Frage stellt, wie mit Doppelmandaten umzugehen ist,<sup>244</sup> soll die Verantwortung des Aufsichtsrats im Folgenden eingehend beleuchtet werden. Wie Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR zum Ausdruck bringt, kann die Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten – anders als es das bisherige Meinungsbild vermuten lässt – nicht losgelöst von den unionsrechtlichen Vorgaben beurteilt werden. So wird zutreffend darauf hingewiesen, dass die Orientierung am nationalen Aktienrecht nicht den Vorgaben der unionsrechtlich vollständig determinierten Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 MAR genügen könnte.<sup>245</sup> Demnach hat sich die dem Aufsichtsrat zukommende Verantwortung entsprechend der kapitalmarktrechtlichen und nicht gesellschaftsrechtlichen Ausrichtung des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR an den Erwägungen zu orientieren, die dem unionsrechtlichen Tatbestand der Ad-Hoc-Publizität und nicht der institutionell geschaffenen Organisationsstruktur einer deutschen Aktiengesellschaft innewohnen.

## **2. Erwartungshaltung des Ordnungsgebers hinsichtlich aufsichtsratspezifischer Insiderinformationen**

Da die Mitglieder des Aufsichtsrats keine Personen sind, die „Führungsaufgaben wahrnehmen“, können sie allenfalls „andere verantwortliche Personen“ i. S. d. Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR sein.<sup>246</sup> Dies setzt voraus, dass ihnen hinsichtlich der „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen oder hinsichtlich des „Aufschubs“ der Veröffentlichung ein der Führungsebene vergleichbarer Grad an Verantwortung zukommt.

Dabei kann die Verantwortung des Aufsichtsrats im Umgang mit Insiderinformationen zunächst daran festgemacht werden, inwiefern der Unionsgesetzgeber überhaupt erwartet, dass Insiderinformationen, die im Aufgabenbereich des Aufsichtsrats entstehen, zu veröffentlichen sind.<sup>247</sup> In Bezug auf solche Insiderinformationen ist ein Vergleich von monistisch und dualistisch organisierten Emittenten aufschlussreich: Da Art. 17 Abs. 1 MAR beide Gesellschaftsformen gleichermaßen adressiert, kann die Existenz eines Überwachungsorgans im dualistischen System und dessen Fehlen in einer monistischen Gesellschaftsstruktur nicht zu einer unterschiedlichen Erwartungshaltung an das Pflichtenprogramm der jeweiligen Emittenten führen.

So fällt etwa die Personalkompetenz hinsichtlich der Mitglieder des Leitungsorgans in einer monistisch organisierten Kapitalgesellschaft in den Verantwortungsbereich der Hauptversammlung. Allein sie ist das Organ, das die Führungs-

---

<sup>244</sup> Zum Diskussionsstand hinsichtlich der Wissenszurechnung bei Doppelmandaten vgl. § 3 C.

<sup>245</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 96; vgl. auch Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 177.

<sup>246</sup> § 11 A. I. 2.

<sup>247</sup> Hierzu und zum Folgenden bereits Bekritsky, BKR 2020, 382, 383 f.

personen bestellt und abberuft.<sup>248</sup> Daher können Insiderinformationen, die die personelle Zusammensetzung der Führungsebene betreffen, nie in einem Aufsichtsrat, sondern immer nur innerhalb des Aktionariats entstehen. Würde der Verordnungsgeber für die Zwecke des Art. 17 Abs. 1 MAR erwarten, dass ein monistisch organisierter Emittent personalbezogene Insiderinformationen beschaffen muss, wäre er demnach verpflichtet, die Aktionäre selbst in den Veröffentlichungsprozess miteinzubeziehen. Sollen diese durch die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten aber gerade begünstigt werden, besteht Einigkeit darüber, dass kursrelevante Ereignisse insoweit nicht veröffentlichungspflichtig sind.<sup>249</sup>

Wenn aber monistisch organisierte Emittenten keine Pflicht trifft, nicht öffentlich bekannte Personalentscheidungen der Hauptversammlung zu veröffentlichen, liegt es fern, einer dualistisch geprägten Kapitalgesellschaft nur deswegen eine solche Pflicht aufzubürden, weil sich eine gleichgeartete Insiderinformation in einem Organ befindet, das genau die Aufgaben übernimmt, die ansonsten der Hauptversammlung zuzuordnen wären.<sup>250</sup> Dagegen spricht auch nicht etwa der Umstand, dass eine Veränderung der personellen Zusammensetzung der Führungsebene als veröffentlichungspflichtige Insiderinformation zu qualifizieren sein kann.<sup>251</sup> Denn wie der dem *Geltl*-Urteil zugrunde liegende Sachverhalt zeigt, muss damit nicht unbedingt der Entscheidungsprozess eines von der Führungsebene verschiedenen Organs gemeint sein. Vielmehr ist eine Bekanntgabepflicht auch dann denkbar, wenn die Insiderinformation über die personelle Veränderung im Führungsorgan selbst entsteht.<sup>252</sup> In solchen Fällen wird aber folgerichtig nicht die Einbindung des Aufsichtsrats in die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten diskutiert.

Daher ist eine Insiderinformation nicht gleich deshalb veröffentlichungspflichtig, weil sie sich in irgendeinem Organ des Emittenten befindet. Vielmehr muss die Information so geartet sein, dass von dem Emittenten eine öffentliche Bekanntgabe erwartet wird. Warum dies im Falle des Aufsichtsrats eher anzunehmen sein sollte als im Falle der Hauptversammlung, ist noch nicht hinreichend dargelegt und kann sogar zu unerklärlichen Pflichtendivergenzen entlang monistischer und dualistischer Emittenten führen. Als Zwischenergebnis ist jedenfalls festzuhalten, dass es nicht

<sup>248</sup> Vgl. etwa Art. 43 Abs. 3 Satz 1 SE-VO; *Verse*, in: Habersack/Drinhausen, SE-Recht, Art. 43 SE-VO Rn. 25: „Anders als in einer dualistischen SE oder AG haben die Aktionäre mithin unmittelbaren Einfluss auf die Besetzung des für die Leitung verantwortlichen Organs“.

<sup>249</sup> Vgl. auch *J. Koch*, ZIP 2015, 1757, 1761: „Dass die AG für das Wissen jedes Mitglieds der Hauptversammlung, also jedes Aktionärs, haften soll, wird nicht vertreten und ist auch nicht vertretbar“.

<sup>250</sup> A. A. hierzu *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 212 f., der aber davon ausgeht, dass sämtliche Kompetenzen beim Verwaltungsrat liegen; ähnlich *Schockenhoff/Hoffmann*, ZGR 2021, 201, 216 f.

<sup>251</sup> CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, sub. 1.15; BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altauf.), 2009/2013, S. 53.

<sup>252</sup> Vgl. EuGH, Urt. v. 28.6.2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397 – *Geltl*, NJW 2012, 2787.

selbstverständlich ist, dass Insiderinformationen, die im Aufgabenbereich des Aufsichtsrats entstehen, überhaupt der Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten unterliegen. Für die im Folgenden zu erläuternden Zuständigkeitsfragen soll aber unterstellt werden, dass eine Zuständigkeit des Aufsichtsrats grundsätzlich infrage kommt.<sup>253</sup>

### 3. Keine Zuständigkeit für die „Bekanntgabe“

#### a) Standardisierungsgedanke

Im Hinblick auf die „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen kommt dem Aufsichtsrat keine Verantwortung zu, die mit jener der Führungspersonen vergleichbar ist. Daher ist ihm in diesem Zusammenhang die Zuständigkeit abzusprechen, was im Ergebnis auch der herrschenden Auffassung entspricht.<sup>254</sup>

Welche Personen dafür zuständig sein sollen, Insiderinformationen bekanntzugeben, kann zum einen dem Gedanken der Standardisierung entnommen werden.<sup>255</sup> Dabei besteht ein wesentlicher Bestandteil der zu vereinheitlichenden Erfüllungsmodalitäten einer Veröffentlichungspflicht darin, durch welche Personen ein Emittent die Insiderinformation bekannt gibt. Denn werden die allermeisten Insiderinformationen durch das Führungsorgan an die Öffentlichkeit kommuniziert, haben die Anleger die Erwartung, gerade durch Mitglieder dieses Führungsorgans über kursrelevante Umstände informiert zu werden. Dagegen sind sie es nicht gewohnt, wenn einige wenige Informationen von einer als Aufsichtsrat bezeichneten Stelle an die Öffentlichkeit herangetragen werden. Unabhängig davon, ob sie damit gegebenenfalls Unrichtigkeiten assoziieren, die Information bereits wegen ihres unüblichen Urhebers ignorieren oder ihr einen geringeren Aussagegehalt beimessen, werden sie jedenfalls Kosten aufzuwenden haben, um sich zu vergewissern, dass auch dies eine gewöhnliche Veröffentlichung einer Insiderinformation darstellen soll. Insbesondere kann eine insoweit vom „Normalfall“ abweichende Veröffentlichungsmanier sogar das Vertrauen in den Kapitalmarkt schwächen, weil die Bekanntgabe von Insiderinformationen aus Anlegersicht sogar „am Vorstand vorbei“ erfolgt.<sup>256</sup>

Schließlich kann allein mithilfe einer Bekanntgabe durch die Führungsebene die Einheitlichkeit einer Veröffentlichungspraxis entlang sowohl monistisch als auch dualistisch organisierter Kapitalgesellschaften ermöglicht werden, was in Anbe-

---

<sup>253</sup> So geht die BaFin offenbar von der Veröffentlichungspflicht von Personalentscheidungen aus, die innerhalb des Aufsichtsrats entstehen, vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 19 f., 35 ff.; vgl. hierzu *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1964 f.; *Kraack*, ZIP 2020, 1389, 1397; *Kuthe/Lingen*, CB 2020, 270, 275; *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2020, 477, Rn. 20; *Seibt/Kraack*, BKR 2020, 313, 319 f.

<sup>254</sup> Vgl. § 11 B. III. 1.

<sup>255</sup> Zur Erwägung der Standardisierung vgl. § 4 C. IV.

<sup>256</sup> *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 75.

tracht einer unionsweit geltenden Ad-Hoc-Publizitätspflicht ebenfalls vom Standardisierungsgedanken getragen werden sollte. Denn Anleger, die aus Rechts Traditionen stammen, in denen die monistische Organisationsstruktur vorherrschend ist, rechnen stets mit einer Veröffentlichung durch die Führungspersonen des Emittenten und nehmen demnach dieselbe Erwartungshaltung ein, wenn sie es mit dualistisch geprägten Gesellschaften zu tun haben. Daher werden sie zusätzliche Kosten aufwenden müssen, um eine Insiderinformation richtig einzuordnen, die durch ein Aufsichtsorgan veröffentlicht wird. Die Aufgabe der Ad-Hoc-Publizität liegt unter anderem gerade darin, solche Aufwendungen zu vermeiden, indem die Informationsentäußerung durch den Emittenten auch dahingehend vereinheitlicht wird, dass sie stets durch die Führungsebene erfolgt.

#### *b) Ausschöpfung der Selbstbefreiungsmöglichkeit des Emittenten*

Durchgreifende Bedenken im Hinblick auf eine Veröffentlichungszuständigkeit des Aufsichtsrats ergeben sich zudem daraus, dass der Emittent infolgedessen keine Möglichkeit hätte, die infrage stehende Insiderinformation vollumfänglich auf ihr Selbstbefreiungspotential zu überprüfen, da die Führungsebene bei einem derartigen Zuständigkeitsregime nicht zwangsläufig mit der Insiderinformation befasst wäre.

Prüft etwa der Aufsichtsrat hinsichtlich einer in seinem Tätigkeitsfeld entstandenen Insiderinformation, ob die Voraussetzungen für eine Selbstbefreiung vorliegen, und kommt er zu dem Ergebnis, dass kein hinreichendes Geheimhaltungsinteresse des Emittenten besteht, würde er sich wegen Art. 17 Abs. 1 MAR gezwungen sehen, die Insiderinformation zu veröffentlichen. Dabei ist es aber denkbar, dass die Selbstbefreiungsvoraussetzungen bestanden haben, diese jedoch einzig der Führungsebene, nicht aber dem Aufsichtsrat erkennbar waren. Insoweit würde das in Art. 17 Abs. 4 MAR zum Ausdruck kommende Geheimhaltungsinteresse des Emittenten durch eine Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR ohne Not verkürzt.

Unabhängig davon, welche Expertise dem Aufsichtsrat hinsichtlich des eigenen Aufgabenfelds zukommt, sind es dennoch die Vorstandsmitglieder, die einen vollständigen Überblick über das Tätigkeitsfeld des Emittenten sowohl im Produkt- als auch im Finanzmarkt haben. Dagegen sind die Mitglieder des Aufsichtsrats entsprechend der Natur ihrer Tätigkeit nicht in der Lage, sämtliche Geschehnisse innerhalb des Emittenten zu überblicken. Diese sind im Rahmen einer endgültigen Absage an eine Selbstbefreiung aber stets zu würdigen, da hieraus spiegelbildlich die Veröffentlichungspflicht des Emittenten zum Nachteil seiner Geheimhaltungsinteressen folgt. Das Ausmaß solcher Konstellationen vervielfacht sich nicht zuletzt deshalb, weil der maßgebliche insiderrelevante Themenbereich, der im Zuständigkeitsfeld des Aufsichtsrats aufkommen kann, in den Personalentscheidungen hinsichtlich der Führungspersonen besteht. Wenn aber das berufliche Schicksal von Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, selbst Gegenstand einer Insiderinformation ist, liegt es nahe, dass dem Aufsichtsrat nicht alle Gründe bekannt sein



werden, die zu einer Selbstbefreiung führen können. Damit die Insiderinformation nicht infolge einer negativen Selbstbefreiungsentscheidung durch den Aufsichtsrat bekannt gegeben wird, ist ihm die Zuständigkeit für eine Veröffentlichung abzusprechen.

Aus dem Geheimhaltungsinteresse des Emittenten lässt sich aber nicht ableiten, dass dem Aufsichtsrat zugleich auch die Kompetenz fehlen soll, über die Selbstbefreiung zu entscheiden. Denn ist ausschließlich die Führungsebene für die Bekanntgabe zuständig, wird das Geheimhaltungsinteresse des Emittenten auch dann vollständig ausgeschöpft, wenn der Aufsichtsrat für die Selbstbefreiung zuständig ist: Bejaht der Aufsichtsrat die Selbstbefreiung, wird die Information nicht veröffentlicht; verneint er die Selbstbefreiung, muss die Information, um an die Öffentlichkeit entäußert zu werden, jedenfalls die Führungsebene passieren, wo sie nochmals auf ihre Selbstbefreiungsvoraussetzungen überprüft werden kann.

#### **4. Beschränkte Zuständigkeit für den Selbstbefreiungsbeschluss nach Art. 17 Abs. 4 MAR**

##### *a) Irrelevanz des Standardisierungsgedankens*

Vor diesem Hintergrund ist noch nicht entschieden, ob dem Aufsichtsrat eine mit der Führungsebene vergleichbare Verantwortung zukommt, wenn es darum geht, die Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 4 MAR „aufzuschieben“. Im Unterschied zur öffentlichen Kommunikation eines kursrelevanten Umstands kann die Verantwortung des Aufsichtsrats für die Entscheidung über die Selbstbefreiung nicht mehr unter Rekurs auf den Standardisierungsgedanken verneint werden.

Ist die Vereinheitlichungserwägung darauf zurückzuführen, dass sich die Informationsverarbeitungskosten für die Anleger reduzieren, kann sich ein solches Bedürfnis nicht im Hinblick darauf ergeben, wer für den internen Beschluss über die Selbstbefreiung zuständig sein soll. Damit wird die gesellschaftsrechtliche Erwägung, dass der Aufsichtsrat ein Innenorgan ist,<sup>257</sup> durch das Vehikel der Standardisierung auch in das unionsrechtliche Feld des Kapitalmarktrechts getragen. Denn einer Vereinheitlichung im Interesse der Anlegeröffentlichkeit bedarf es nur dort, wo ein Organ für den Emittenten nach außen auftritt, während Entscheidungen im Binnenbereich der Gesellschaft insoweit keiner einheitlichen Praxis bedürfen.

##### *b) Insiderrechtliche Würdigung aufsichtsratsspezifischer Zwischenschritte*

Eine der Führungsebene vergleichbare Verantwortung des Aufsichtsrats i. S. d. Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR ließe sich herleiten, wenn andernfalls bestimmte Arten von Insiderinformationen entgegen dem Willen des Gesetzgebers vom Emittenten un-

---

<sup>257</sup> Leyendecker-Langner/Kleinhenz, AG 2015, 72, 74.



beachtet bleiben würden. Solche Informationen finden sich in Prozessen, die dem ausschließlichen Aufgabenbereich des Aufsichtsrats zugeordnet sind. Werden etwa Personalentscheidungen nicht von den Vorstandsmitgliedern bearbeitet und gefällt, sind sie mit dem gegebenenfalls bekanntgabepflichtigen Umstand erst zu einem Zeitpunkt konfrontiert, in dem der Entscheidungsprozess bereits zu dem Stadium eines Endereignisses gereift ist. Erst in diesem Moment könnten die Vorstandsmitglieder darüber entscheiden, ob dieses Endereignis bekanntgegeben werden oder entsprechend dem Geheimhaltungsinteresse des Emittenten dem öffentlichen Zugang verwehrt bleiben soll.<sup>258</sup>

Dies widerspricht aber dem in Art. 17 i. V.m. Art. 7 Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 MAR zum Ausdruck kommenden gesetzgeberischen Anliegen, dass veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen nicht nur in den jeweiligen Endereignissen, sondern auch in den einzelnen Zwischenschritten erblickt werden können und daher nach Art. 17 Abs. 4 UAbs. 2 MAR auf ihr Geheimhaltungspotenzial überprüft werden müssen. So demonstriert etwa der dem *Geltl*-Urteil des EuGH zugrunde liegende Sachverhalt, dass sich Entscheidungsprozesse über die Fortführung der Tätigkeit als Vorstandsmitglied auch im Vorfeld ihrer endgültigen Reife so verdichten können, dass sie „für sich genommen“ kursrelevant sind (vgl. Art. 7 Abs. 3 MAR). Zwar handelte es sich dort um den Verlauf einer Rücktrittsentscheidung eines Vorstandsmitglieds, weswegen sich nicht die Frage stellte, inwieweit der Aufsichtsrat in die Ad-Hoc-Publizität einbezogen werden sollte. Jedoch lässt sich der Sachverhalt ohne viel Phantasie auch so vorstellen, dass nur die Mitglieder des Aufsichtsrats einen mehrwöchigen Entscheidungsprozess durchlaufen, ob ein Vorstandsmitglied abberufen werden soll. Würde man die Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Zwecke einer Selbstbefreiung ignorieren, wäre damit zugleich gesagt, dass zwar bei jeglicher Art von Insiderinformationen auch die Zwischenschritte veröffentlichungspflichtig und damit gleichzeitig geheimhaltungsbedürftig sein können, ausgerechnet bei Umständen aus dem Tätigkeitsfeld des Aufsichtsrats stets aber nur das Endereignis.

Sieht man Insiderinformationen, die innerhalb des Aufgabenbereichs des Aufsichtsrats entstehen, entgegen den geschilderten Bedenken<sup>259</sup> als veröffentlichungspflichtig an, ist daher spiegelbildlich auch die Möglichkeit zu eröffnen, eine Selbstbefreiung hinsichtlich jedes einzelnen Zwischenschritts herbeizuführen, der sich im Tätigkeitsfeld des Aufsichtsrats ereignet. Ist gerade die Selbstbefreiungsmöglichkeit des Emittenten die Kehrseite seiner Haftungsrisiken, die mit einer Ausweitung seiner Veröffentlichungspflicht auf Zwischenschritte einhergehen,<sup>260</sup> können die Geheimhaltungsinteressen des Emittenten nur dann mit dem Informa-

<sup>258</sup> In diese Richtung auch *Groß*, in: FS U. H. Schneider, S. 385, 392 und *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 427.

<sup>259</sup> Vgl. § 11 B. III. 2.

<sup>260</sup> Vgl. dazu BGH NJW 2013, 2114, Rn. 26 – *Geltl*; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1082; *J. Koch*, AG 2019, 273, 279 f.; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043.

tionsbedürfnis der Öffentlichkeit in Einklang gebracht werden, wenn gewährleistet ist, dass der Aufsichtsrat insoweit auch zuständig ist, die Geheimhaltungsinteressen des Emittenten wahrzunehmen.<sup>261</sup>

Dem steht insbesondere nicht die Erwägung entgegen, die Führungsebene könne eine vorsorgliche Selbstbefreiungsentscheidung auch für solche Insiderinformationen treffen, die im Aufgabenbereich des Aufsichtsrats entstehen.<sup>262</sup> Denn zum einen kann auch ein vorbeugender Befreiungsbeschluss nach überwiegender Auffassung nur dann gefasst werden, wenn die infrage stehende Insiderinformation dem entscheidenden Gremium bereits bekannt ist.<sup>263</sup> Jedenfalls müsste der Emittent aber, selbst nachdem er einen solchen präventiven Beschluss gefasst hat, den zugrunde liegenden Sachverhalt weiterhin beobachten und auf seine Insidertauglichkeit untersuchen, um erneut über den Aufschub der Ad-Hoc-Publizität entscheiden zu können.<sup>264</sup> Damit ersetzt ein durch das Führungsorgan vorsorglich gefasster Beschluss nicht die fortlaufende Evaluation von aufsichtsratspezifischen Insiderinformationen und eine künftige ad-hoc-relevante Reaktionsmöglichkeit, die nur dann erfolgen können, wenn der Aufsichtsrat hinsichtlich der in seinem Tätigkeitsfeld auftretenden Ereignisse in den Selbstbefreiungsprozess des Emittenten eingebunden wird.

### *c) Vergleichbarkeit des Verantwortungsgrades*

Insbesondere ist die Verantwortung des Aufsichtsrats mit jener der Führungspersonen vergleichbar, wenn es um die Selbstbefreiungsentscheidung in Bezug auf Insiderinformationen aus Bereichen geht, für die ausschließlich er geschäftsführungs- und vertretungsbefugt ist. Denn insoweit kommt dem Überwachungsorgan eine Verantwortung zu, die in ihrer Intensität und Eigenart der Verantwortung gleicht, die Führungspersonen in den Bereichen übernehmen, für die wiederum sie geschäftsführungs- und vertretungsbefugt sind. Auf diese Weise ergänzen sich beide Organe in der Wahrnehmung der Selbstbefreiungskompetenz für den Emittenten: Ist die Führungsebene für einen Bereich geschäftsführungs- und vertretungsbefugt, trifft sie die Zuständigkeit für die Selbstbefreiung; ist der Aufsichtsrat für einen Bereich geschäftsführungs- und vertretungsbefugt, trifft ihn die entsprechende Zuständigkeit. Insoweit folgt eine nach objektiven Kriterien abgrenzbare und damit für den Normadressaten auch vorhersehbare und deshalb in der Praxis handhabbare Zu-

---

<sup>261</sup> Ähnlich *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 427 mit Fn. 745.

<sup>262</sup> Zur generellen Zulässigkeit einer vorsorglichen Selbstbefreiung vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 93 m. w. N.; a. A. *Gunßer*, NZG 2008, 855, 856.

<sup>263</sup> *Frowein/Berger*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 91; *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1907; *U. H. Schneider/Gilfrich*, BB 2007, 53, 55; a. A. *Bedkowski*, BB 2009, 394, 398; *S. H. Schneider*, BB 2005, 897, 900. Eingehend *Leyens*, ZGR 2020, 256, 269 f.

<sup>264</sup> *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 187.

ständigkeitsordnung,<sup>265</sup> die gleichzeitig der faktischen Verantwortung Rechnung trägt.<sup>266</sup>

Aus diesen Erwägungen ergibt sich nicht nur der Grund, sondern auch die Grenze der funktional gleichgearteten Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats: Findet die Zuständigkeit des Aufsichtsrats ihren Grund darin, dass die ihm zukommende Verantwortung nur für solche Insiderinformationen mit jener der Führungsebene vergleichbar ist, die aus seinem Tätigkeitsfeld stammen, bildet sie die Grenze in solchen Fällen, in denen die Insiderinformation in den Aufgabenbereich der Führungsebene fällt.<sup>267</sup> Erfährt der Aufsichtsrat von einer solchen Insiderinformation, bevor der Vorstand von ihr weiß, wird der Aufsichtsrat dadurch nicht für die Selbstbefreiung zuständig.<sup>268</sup> Andernfalls würde dem Aufsichtsrat die Selbstbefreiungskompetenz zukommen, obwohl die Insiderinformation einzig dem Tätigkeitsbereich des Vorstands zuzuordnen ist und der Aufsichtsrat daher faktisch nicht in gleichem Maße in der Lage sein wird, einen Selbstbefreiungsbeschluss in einem Bereich zu fassen, in dem er nicht kraft seiner Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis fortlaufend tätig ist. Insoweit fehlt es an den erforderlichen Fähigkeiten und Möglichkeiten des Aufsichtsrats, die jenen der Führungsebene vergleichbar sind. Letztlich würde dies nichts anderes bedeuten, als den Zuständigkeitsbereich des Aufsichtsrats allein aus der Begebenheit zu erweitern, dass eine Insiderinformation zufälligerweise in seine Sphäre gelangt ist. Daher gilt richtigerweise: Die Zuständigkeit folgt dem Aufgabenbereich, nicht aber der Stelle, an der sich die Insiderinformation befindet. Damit einhergehend, dass sich die beschränkte Zuständigkeit des Aufsichtsrats aus dem Unionsrecht und nicht aus dem deutschen Aktienrecht ergibt, hat die BaFin die noch in der Konsultationsfassung zum Emittentenleitfaden erwähnte Delegationsgrenze des § 107 Abs. 3 AktG<sup>269</sup> richtigerweise nicht in den neuen Emittentenleitfaden übernommen.<sup>270</sup>

Somit ist der Aufsichtsrat eines Emittenten, wenn überhaupt,<sup>271</sup> nur insoweit dafür zuständig, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht wahrzunehmen, wie es um Insiderinformationen geht, die in dem Bereich auftreten, für den ausschließlich der Aufsichtsrat vertretungs- und geschäftsführungsbefugt ist. Daraus folgt, dass auch die Wissens-

<sup>265</sup> Zur Forderung nach mehr Rechtssicherheit bei der Ad-Hoc-Publizität vgl. die Umfrage von *Groß/Royé*, BKR 2019, 272 ff.

<sup>266</sup> Vgl. auch *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB MarktmisbrauchsR, § 10 Rn. 135: „Der Vorstand verfügt gar nicht über die erforderlichen Informationen, die für die Aufschubentscheidung [des Aufsichtsrats] erforderlich sind“.

<sup>267</sup> So auch *Löbbe*, in: FS Krieger, S. 607, 616 f.

<sup>268</sup> So aber *Groß*, in: FS U. H. Schneider, S. 385, 392; *Groß/Royé*, BKR 2019, 272, 277; *Kocher/S. Schneider*, ZIP 2013, 1607, 1611.

<sup>269</sup> BaFin, Konsultationspapier zum Emittentenleitfaden, Modul C, Stand: 1. 7. 2019, S. 54.

<sup>270</sup> *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1965; s. auch *Löbbe*, in: FS Krieger, S. 607, 612; *Merkt*, in: FS Krieger, S. 647, 654.

<sup>271</sup> Zu generellen Bedenken vgl. § 11 B. III. 2.

zurechnung nur auf diesen Bereich zu beschränken ist.<sup>272</sup> Daher spielt das Wissen des Aufsichtsrats für die Entstehung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht keine Rolle, wenn es um Insiderinformationen aus einem Bereich geht, für den die Führungsebene geschäftsführungs- und vertretungsbefugt ist.

Im Hinblick auf die Wissenszurechnung bei Doppelmandaten ergibt sich mithin Folgendes: Wenn Aufsichtsratsmitglieder eines Mutter-Emittenten in ihrer Eigenschaft als Vorstandsmitglied einer Tochtergesellschaft Kenntnis von einer Insiderinformation erlangen, die den Mutter-Emittenten unmittelbar betrifft, kann nicht auf das Wissen des Doppelmandatsträgers abgestellt werden, um eine Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Mutter-Emittenten zu begründen. Denn das als Vorstandsmitglied in der Tochtergesellschaft erlangte Wissen stammt nicht aus dem Bereich, für den der Doppelmandatsträger als Aufsichtsratsmitglied in dem Mutter-Emittenten geschäftsführungs- und vertretungsbefugt ist.<sup>273</sup>

#### IV. Aussage der BaFin zur unternehmensinternen Organisation

Vor diesem Hintergrund ist die an anderer Stelle bereits wiedergegebene Aussage der BaFin zu würdigen, die sich auf die unternehmensinterne Organisation des Emittenten bezieht.<sup>274</sup> Wenn die Insiderinformation an einer Stelle des Unternehmens entstehe, die nicht berechtigt sei, über die Veröffentlichung zu entscheiden, müsse durch die unternehmensinterne Organisation sichergestellt sein, dass die Information unverzüglich der entscheidungsberechtigten Stelle zur Kenntnis gebracht und auf ihre Ad-Hoc-Publizitätspflicht geprüft werde.<sup>275</sup> Ausgehend von dieser Aussage ließe sich annehmen, dass auch das Wissen unzuständiger Mitarbeiter zugerechnet wird, da es des unternehmensinternen Informationstransfers andernfalls nicht bedürfte.

Richtigerweise ist dieser Passus unter der Überschrift „Im Unternehmen zur Veröffentlichung Verpflichteter“<sup>276</sup> im Zusammenhang mit den Ausführungen zu

<sup>272</sup> So auch *Buck-Heeb*, in: FS Grunewald, S. 113, 120; *J. Koch*, ZIP 2015, 1757 ff.; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 327; *Hüffner/Koch*, AktG, § 112 Rn. 7 m. w. N.; a. A. *Breuer*, Wissen, S. 72 f.; *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 188 ff.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 233 f.; *Ihrig*, in: FS Krieger, S. 437, 447 f.; *Schockenhoff/Hoffmann*, ZGR 2021, 201, 218, die das Wissen des Aufsichtsrats im Hinblick auf jegliche Insiderinformationen zurechnen, indem sie die Wissenszurechnung von der Zuständigkeit des Aufsichtsrats entkoppeln.

<sup>273</sup> Vgl. auch BGHZ 90, 381, 398: „Die Haftung einer Gesellschaft, die ein Mitglied ihres Vertretungsorgans für den Aufsichtsrat eines anderen Unternehmens benannt hat, für die pflichtmäßige Wahrnehmung dieses Amtes wäre unvereinbar mit der unabhängigen und eigenverantwortlichen Rechtsstellung eines als Person in sein Amt berufenen Aufsichtsratsmitglieds“; BGHZ 36, 296, 309 ff.; BGH, Urt. v. 2. 12. 2014 – VI ZR 501/13, juris Rn. 16; a. A. *Breuer*, Wissen, S. 188 f. Eingehend zur Konzernbetrachtung § 13.

<sup>274</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, 5. Aufl., 2020, S. 33. Vgl. § 8 C. IV.

<sup>275</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, 5. Aufl., 2020, S. 33.

<sup>276</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, 5. Aufl., 2020, S. 33.

lesen, die erläutern, welche Personen für die „Entscheidung über den Aufschieb“<sup>277</sup> zuständig sein sollen.<sup>278</sup> Denn wegen des Umstands, dass es im Unternehmen Stellen wie den Aufsichtsrat und die Ad-Hoc-Gremien gibt, die zwar für die Selbstbefreiungsentscheidung, aber nicht unbedingt für die Veröffentlichung zuständig sind, muss die Insiderinformation an den Vorstand weitergeleitet werden, damit sie veröffentlicht werden kann.<sup>279</sup> Mit dem Szenario, dass Insiderinformationen an einer *für die Veröffentlichung* unzuständigen Stelle entstehen, ist daher gemeint, dass sich die Insiderinformationen im Aufsichtsrat oder im Ad-Hoc-Gremium befinden, die gegebenenfalls *nur für die Selbstbefreiung* zuständig sind. Eine unternehmensweite Organisationspflicht zur Kollektivierung sämtlicher Insiderinformationen innerhalb der Gesellschaft ist mit der Aussage der BaFin hingegen nicht gemeint.<sup>280</sup> Andernfalls hätte die im alten Emittentenleitfaden ebenfalls enthaltene Aussage zur „unternehmensinternen Organisation“<sup>281</sup> in offensichtlichem Widerspruch dazu gestanden, dass eine Veröffentlichungspflicht im Hinblick auf insiderrelevante Geschäftsergebnisse erst mit Kenntnis des Vorstands entsteht.<sup>282</sup>

## V. Ausblick: Monistische Emittenten mit funktional dualistischer Struktur

Außerdem stellt sich in Anbetracht der unionsrechtlichen Ausrichtung des Art. 17 Abs. 1 MAR die Frage, inwieweit die Erwägungen, die zum Aufsichtsrat angestellt worden sind, für solche monistisch organisierten Emittenten gelten, die aufgrund ihrer Organisationsstruktur faktisch einer dualistischen Gesellschaft ähneln.

Wie bereits gesehen, ist in einer monistisch ausgestalteten Kapitalgesellschaft der Verwaltungsrat mit Führungsaufgaben betraut, während es im Ausgangspunkt an einem Überwachungsorgan fehlt. Dieses kann funktional dadurch ersetzt werden, dass das Verwaltungsorgan in aktive geschäftsführende und passive überwachende Mitglieder unterteilt wird.<sup>283</sup> Dabei wird die Zuständigkeit für die laufenden Geschäfte auf einen oder mehrere Geschäftsführer übertragen.<sup>284</sup> Aufgabe der nicht zu

<sup>277</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, 5. Aufl., 2020, S. 36.

<sup>278</sup> *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1966.

<sup>279</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, 5. Aufl., 2020, S. 36 f.: „Für die spätere Veröffentlichung bleibt es hingegen bei der Zuständigkeit des Vorstands (vgl. § 111 Abs. 4 Satz 1 AktG). Es ist daher unternehmensintern sicherzustellen, dass die betreffenden Insiderinformationen unverzüglich nach Wegfall der Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR vom Aufsichtsrat an den Vorstand weitergeleitet werden“. Zur Weiterleitung von Aufsichtsratsmitgliederwissen an den Vorstand vgl. *Schockenhoff/Hoffmann*, ZGR 2021, 201, 220; *Buck-Heeb*, in: FS Grunewald, S. 113, 121 ff.

<sup>280</sup> Anders *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 22; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70.

<sup>281</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altaufl.), 2009/2013, S. 70.

<sup>282</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Altaufl.), 2009/2013, S. 55.

<sup>283</sup> Zu den einzelnen Konstellationen vgl. *Siems*, in: KK-AktG, Vor Art. 43 SE-VO Rn. 27 ff.

<sup>284</sup> *Verse*, in: Habersack/Drinhausen, SE-Recht, Art. 43 SE-VO Rn. 7.

Geschäftsführern ernannten Mitglieder des Verwaltungsorgans ist neben der Führung der Geschäfte, die nicht zu den „laufenden“ gehören, die Überwachung und die Kontrolle der geschäftsführenden Mitglieder.<sup>285</sup> Insbesondere können die geschäftsführenden Direktoren von den übrigen Mitgliedern des Verwaltungsrats jederzeit abberufen werden,<sup>286</sup> weswegen die Personalkompetenz insoweit nicht mehr bei der Hauptversammlung liegt.

Im Hinblick auf die Frage, ob Insiderinformationen veröffentlicht werden müssen, die nur den überwachenden, nicht aber den geschäftsführenden Mitgliedern des Verwaltungsrats bekannt sind, kann auf die eingangs geschilderten Erwägungen zurückgegriffen werden.<sup>287</sup> Insbesondere ist fraglich, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht lediglich deshalb bestehen soll, weil sich die im Ausgangspunkt monistische Gesellschaft funktional an eine dualistische Form angeglichen hat. Der einzige Unterschied besteht nämlich darin, dass sich die infrage stehenden Insiderinformationen bei einer funktional dualistischen Gesellschaft nicht in der Hauptversammlung, sondern bei passiven Verwaltungsratsmitgliedern befinden, die eine Überwachungstätigkeit ausüben.

Sollte eine Veröffentlichungspflicht dennoch infrage kommen, ist – anders als beim Aufsichtsrat in der Aktiengesellschaft – die erste Variante des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR der Dreh- und Angelpunkt für die Beurteilung, welche natürlichen Personen dafür zuständig sein sollen, Insiderinformationen bekanntzugeben oder über ihre Geheimhaltung zu entscheiden. So stellt sich die Frage, ob die passiven Mitglieder der Führungsebene tatsächlich Führungsaufgaben „wahrnehmen“. Dies kann mit der Begründung angenommen werden, dass es sich – anders als beim Verhältnis zwischen Aufsichtsrat und Vorstand – um eine Delegation von Aufgaben handelt, demzufolge eine Restverantwortung auch bei den passiven Verwaltungsratsmitgliedern verbleibt.<sup>288</sup> Zwar nehmen die passiven Mitglieder des Verwaltungsrats vor dem Hintergrund der organinternen Aufgabenverteilung eine den Aufsichtsratsangehörigen in einem dualistischen System sehr ähnliche Rolle ein. Jedoch besteht der Unterschied darin, dass Aufsichtsrat und Vorstand in einer Aktiengesellschaft zwei eigenständige, nicht-hierarchische Organe mit originären Kompetenzen sind.<sup>289</sup> Dagegen bleiben sämtliche Mitglieder des Verwaltungsorgans

<sup>285</sup> *Hauschka*, EuZW 1990, 181, 183; *Manz*, in: *Manz/Meyer/Schröder*, Europäische Aktiengesellschaft, Art. 43 SE-VO Rn. 18. Vgl. dazu auch Erwägungsgrund Nr. 14 der SE-VO und generell *Hoffmann-Becking*, ZGR 2004, 355, 371 ff. mit Bezug zu Rechtsordnungen mit monistischen Systemen.

<sup>286</sup> *Drinhausen*, in: v. Hulle/Maul/Drinhausen, HdB SE, § 3 Rn. 25.

<sup>287</sup> Vgl. § 11 B. III. 2.

<sup>288</sup> *Reichert/Brandes*, in: *MüKo-AktG*, Art. 43 SE-VO Rn. 77, die § 40 Abs. 2 Satz 1 SEAG daher als „gesetzliche Delegationsnorm“ bezeichnen, da sie die Aufgabenzuweisung an die geschäftsführenden Direktoren beinhaltet.

<sup>289</sup> *Siems*, in: *KK-AktG*, Art. 43 SE-VO Rn. 30.

einer monistischen Gesellschaft für die Geschäftsführung verantwortlich.<sup>290</sup> So liegt die „unternehmerische Oberleitung“ weiterhin beim Gesamtorgan,<sup>291</sup> wobei die geschäftsführenden Direktoren lediglich die „ausführende Gewalt“,<sup>292</sup> mithin den „verlängerten Arm“ des Verwaltungsrats bilden.<sup>293</sup> Insbesondere müssen die passiven Verwaltungsratsmitglieder die Zuständigkeit wieder an sich ziehen, wenn die Geschäftsführer ihre Aufgaben nicht ordnungsgemäß erfüllen.<sup>294</sup> Auch insoweit unterscheidet sich die durch Delegation herbeigeführte Trennung in Geschäftsführung und Überwachung von einem originär dualistischen System. Vor diesem Hintergrund ist das Verwaltungsgremium als Gesamtheit der Führungsebene sowohl für die Veröffentlichung einer Insiderinformation als auch für die Selbstbefreiung zuständig. Dagegen sind die einzelnen Aufgabenbereiche nicht ausreichend voneinander getrennt, um separate Zuständigkeiten zu etablieren.

Hieraus folgt, dass sowohl aktive als auch passive Mitglieder des Führungsorgans einer monistischen Gesellschaft als *directing mind and will* der Gesellschaft anzusehen sind. Daher ist einem monistischen Emittenten auch das Wissen von passiven Führungsmitgliedern zuzurechnen.<sup>295</sup>

## VI. Zwischenergebnis

Aus Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR folgt implizit, dass die Mitglieder der Führungsebene als *directing mind and will* des Emittenten für die Zwecke des Art. 17 MAR anzusehen sind, und zwar sowohl hinsichtlich der „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen als auch im Hinblick auf den „Aufschub“ der Veröffentlichung. In beiden Fällen trifft nachgeordnete Mitarbeiter hingegen keine originäre Zuständigkeit, da sie insoweit keine Entscheidungsmacht innehaben, die den Führungspersonen nach Maßgabe des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR vergleichbar wäre. Daher kann nur dann auf das Wissen nachgeordneter Mitarbeiter abgestellt werden, wenn sie von der Führungsebene zumindest teilweise mit dem Aufgabenbereich der „Bekanntgabe“ oder des „Aufschubs“ im Wege der Delegation betraut werden. Nur auf diese Weise kommt den nach ihren Fähigkeiten ausgewählten Mitarbeitern, die

<sup>290</sup> Vgl. etwa Art. 43 Abs. 1 S. 1 SE-VO; *Dorchester Finance Co Ltd v Stebbing* [1989] B. C. L. C. 498, 505 (per Foster J.): „For a chartered accountant and an experienced accountant to put forward the proposition that a non-executive director has no duties to perform I find quite alarming“.

<sup>291</sup> *Hommelhoff*, AG 1990, 422, 427.

<sup>292</sup> *Neye/Teichmann*, AG 2003, 169, 179.

<sup>293</sup> *Drinhausen*, in: v. Hulle/Maul/Drinhausen, HdB SE, § 3 Rn. 22.

<sup>294</sup> *Manz*, in: Manz/Meyer/Schröder, Europäische Aktiengesellschaft, Art. 43 SE-VO Rn. 18.

<sup>295</sup> Vgl. auch *Schockenhoff/Hoffmann*, ZGR 2021, 201, 217: „für einen informatorischen Binnenwall innerhalb des Verwaltungsrats [...] geben die Bestimmungen des SEAG nichts her“. So auch etwa in der Schweiz, vgl. Kommentar zur RLAP vom 29. 10. 2008 (überarbeitete Fassung vom 1. 11. 2011), Art. 5 Rn. 96 f.; *Böckli*, Schweizer Aktienrecht, § 7 Rn. 108.



Möglichkeit zu, Entscheidungsmacht hinsichtlich der in Art. 17 MAR aufgeführten Verhaltensweisen auszuüben. Dies ist nicht zuletzt deshalb konsequent, weil eine Wissenszurechnung, die sich auch auf unzuständige Mitarbeiter erstreckt, faktisch zu denselben Verpflichtungen des Emittenten führen würde, wie eine Wissensorganisationspflicht,<sup>296</sup> die im Rahmen des Art. 17 MAR gerade keine Rolle spielen soll.

Was die Zuständigkeit des Aufsichtsrats anbelangt, hat ein Vergleich mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht monistischer Gesellschaften gezeigt, dass es bei weitem nicht selbstverständlich ist, dass Insiderinformationen, die sich im Aufsichtsrat befinden, überhaupt veröffentlicht werden müssen. Aber selbst, wenn eine Veröffentlichungspflicht infrage kommt, ist der Aufsichtsrat nur insoweit dafür verantwortlich, wie es sich um Insiderinformationen aus dem Bereich handelt, für den der Aufsichtsrat ausschließlich geschäftsführungs- und vertretungsbefugt ist. Dementsprechend kommt es auch nur im Hinblick auf solche Insiderinformationen auf das Wissen des Aufsichtsrats an. Eine solche Einschränkung gilt jedoch nicht für passive Führungsmitglieder in einem monistischen Emittenten, da es sich hierbei um eine Delegation innerhalb eines Organs und nicht – wie bei Vorstand und Aufsichtsrat – um originär getrennte Zuständigkeiten handelt.

## C. Kenntnis der Einzelpersonen oder des gesamten Gremiums

### I. Problemstellung

In dem vorangegangenen Abschnitt ist identifiziert worden, welche Stellen innerhalb des Emittenten als sein *directing mind and will* in Bezug auf die Ad-Hoc-Publizitätspflicht anzusehen sind. Hierbei handelt es sich häufig um Kollegialgremien.<sup>297</sup> Bislang ist jedoch offengeblieben, ob bereits das Wissen einer Einzelperson oder erst das Wissen aller Mitglieder eines Gremiums zu fordern ist, um die Veröffentlichungspflicht des Emittenten auszulösen. So war stets die Rede von dem Wissen „der Führungsebene“ bzw. „des Vorstands“ oder anderer verantwortlicher Stellen wie „des Aufsichtsrats“ oder „des Ad-Hoc-Gremiums“. Hingegen ist noch nicht untersucht worden, unter welchen Voraussetzungen man von einem Wissen des jeweiligen Organs bzw. einer Stelle innerhalb des Emittenten sprechen kann. Dabei macht es doch einen wesentlichen Unterschied, ob die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits in dem Zeitpunkt entsteht, in dem etwa nur ein Mitglied der Führungsebene, des Ad-Hoc-Gremiums oder des Aufsichtsrats von der Insiderinformation weiß, oder der Emittent erst zu einem späteren Moment zur Veröffentlichung verpflichtet wird, etwa dann, wenn das gesamte Organ oder Gremium über das insiderrelevante Ereignis unterrichtet worden ist.

---

<sup>296</sup> Vgl. § 3 B.; § 6 D. III.

<sup>297</sup> Vgl. etwa §§ 76 Abs. 2, 95 AktG im deutschen Aktienrecht.



## II. Die Führungsebene und ihre Mitglieder

### 1. Ausgangspunkt

Zunächst soll untersucht werden, ob das Wissen aller oder nur einzelner Mitglieder der Führungsebene dazu führen soll, dass der Emittent verpflichtet wird, eine Insiderinformation bekanntzugeben. Im Ausgangspunkt kann festgestellt werden, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht jedenfalls dann entsteht, wenn alle Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, von dem kursrelevanten Ereignis wissen.<sup>298</sup> Denn sind die Führungspersonen nach Maßgabe des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR als *directing mind and will* des Emittenten für die Zwecke der Veröffentlichung von Insiderinformationen und der Selbstbefreiung nach Art. 17 MAR anzusehen, weiß die Gesellschaft jedenfalls dann von dem infrage stehenden Umstand, wenn die Führungsebene in ihrer Gesamtheit von ihm Kenntnis erlangt.

Die sich anschließende Frage ist aber, ob bereits die Kenntnis eines einzigen Mitglieds der Führungsebene ausreichend ist, um den Emittenten dazu zu verpflichten, eine Insiderinformation zu veröffentlichen.<sup>299</sup> Dagegen könnte einerseits angeführt werden, dass eine einzige Führungsperson weder in der Lage ist, den kursrelevanten Umstand eigenständig an die Öffentlichkeit heranzutragen, noch kann die Führungskraft für sich allein die Befreiung des Emittenten von der Bekanntgabepflicht beschließen. Damit würde die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu einem Zeitpunkt entstehen, in dem die Veröffentlichung der Insiderinformation weder unmittelbar erfolgen noch aufgeschoben werden kann.

Andererseits stellt die einzelne Führungskraft eine Person dar, deren Expertise und Überblick über das Unternehmen es zulassen, dass sie einen ihr bekannten Umstand als potentielle Insiderinformation einordnen kann. Insoweit ist es dem Emittenten bereits in einem Zeitpunkt, in dem nur eine Führungskraft von dem infrage stehenden Umstand weiß, möglich, die Information der gesamten Führungsebene weiterzuleiten, damit diese das kursrelevante Ereignis öffentlich bekanntgeben oder die Veröffentlichung aufschieben kann. Daher ist herauszufinden, ob der Verordnungsgeber auf die Möglichkeit des Gesamtgremiums abstellt, eine Insiderinformation bekanntzugeben oder aufzuschieben (dann Entstehung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst im Zeitpunkt der Kenntnis aller Führungsmitglieder), oder ob er die Möglichkeit des einzelnen Führungsmitglieds für relevant erachtet, einen Umstand als Insiderinformation zu erkennen und weiterzuleiten (dann Entstehung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits im Zeitpunkt der Kenntnis eines einzelnen Führungsmitglieds).

---

<sup>298</sup> So auch *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 395; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 333; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 29.

<sup>299</sup> Wegen des Anwendungsvorrangs des Unionsrechts kann hierzu nicht auf nationale Vorschriften wie etwa § 78 Abs. 2 Satz 2 AktG abgestellt werden.

## 2. Keine Rückschlüsse aus Art. 19 Abs. 1 MAR

Nach Art. 19 Abs. 1 MAR haben Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, dem Emittenten Meldung zu erteilen, falls sie Eigengeschäfte der dort umschriebenen Art durchgeführt haben.<sup>300</sup> Hieraus schließt Thomale für die Ad-Hoc-Publizität, dass die Kenntnis eines einzelnen Führungsmitglieds nicht ohne Weiteres als Kenntnis des Emittenten aufgefasst werden kann.<sup>301</sup> Da die Führungsperson gegenüber dem Emittenten erst über das Eigengeschäft berichten müsse, könne das Wissen einer Führungsperson nicht gleichzeitig das Wissen des gesamten Führungsorgans sein.<sup>302</sup>

Dem kann jedoch nicht gefolgt werden.<sup>303</sup> Normadressat des Art. 17 Abs. 1 MAR ist der Emittent, während die Öffentlichkeit der Informationsempfänger ist. Dagegen ist Normadressat des Art. 19 Abs. 1 MAR die Führungsperson, während Informationsempfänger der Emittent ist. Bei der Ad-Hoc-Publizität geht es also um das Außenverhältnis des Emittenten zum Anlegerpublikum und bei Art. 19 Abs. 1 MAR um das Innenverhältnis zwischen der Führungsperson und der Gesellschaft, der sie angehört. Wer aufgrund einer Mitteilungspflicht im Innenverhältnis (Art. 19 Abs. 1 MAR) die Zurechnung von Einzelwissen im Außenverhältnis ausschließt (Art. 17 Abs. 1 MAR), sagt nichts anderes, als dass eine interne Mitteilungspflicht eines Vertreters gegenüber dem Vertretenen die Wissenszurechnung im Verhältnis zu einem Dritten sperrt. Dies ist aber nicht der Fall. Denn aus der Warte der Öffentlichkeit kann es sehr wohl sein, dass die Kenntnis der Gesellschaft im Außenverhältnis auch dann eintritt, wenn nur eine einzelne Führungsperson von einem Umstand weiß, während der Umstand aus der Warte der Gesellschaft im Innenverhältnis dennoch mitteilungsbedürftig sein kann. Wegen der unterschiedlichen Informationsbegünstigten in Art. 19 Abs. 1 MAR (Emittent) und in Art. 17 Abs. 1 MAR (Öffentlichkeit) ist es daher nicht „sinnwidrig, die Mitteilung eines Sachverhalts zu verlangen, der dem Erklärungsempfänger bereits als bekannt unterstellt wird“.<sup>304</sup>

Dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht wegen Art. 19 Abs. 1 MAR erst entstehen soll, wenn die gesamte Führungsebene von der Insiderinformation weiß, ist auch unter Würdigung weiterer Gesichtspunkte nicht zwingend. So ist nirgends angedeutet, dass die Meldung nach Art. 19 Abs. 1 MAR gegenüber allen anderen Mitgliedern der Führungsebene erfolgen muss. Hiervon geht Thomale aber aus, wenn er aus Art. 19 Abs. 1 MAR folgert, dass die Kenntnis der Führungsebene dadurch

---

<sup>300</sup> Eingehend hierzu bereits § 8 B. I. 3.

<sup>301</sup> Hierzu und zum Folgenden *Thomale*, Der gesplante Emittent, S. 29 f.

<sup>302</sup> Beachte, dass eine solche Wissenszurechnung nach *Thomale* erst im Rahmen des § 97 WpHG vorzunehmen ist, da Art. 17 Abs. 1 MAR kein Wissen des Emittenten voraussetze. Den Schluss aus Art. 19 MAR als zwingend unterstellt, spräche dies aber dafür, dass eine solche Wissenszurechnung bereits im Rahmen des Art. 17 MAR vorzunehmen ist. Vgl. zu ähnlichen Einwänden bereits § 7 B. I.

<sup>303</sup> So i. E. auch *Mock*, ZHR 184 (2020), 121, 122.

<sup>304</sup> So aber *Thomale*, Der gesplante Emittent, S. 30.

hergestellt wird, dass eine Führungsperson eine Information dem restlichen Führungsgremium mitteilt. Dies wäre im Kontext des Art. 19 MAR kaum praktikabel, da dort mit „Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen“ auch die Mitglieder des Aufsichtsrats gemeint sind (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 lit. a Var. 3 MAR). Wenn man also annehmen würde, dass der Emittent erst von einem Umstand weiß, wenn sämtliche Führungsmitglieder i. S. d. Art. 19 MAR von ihm Kenntnis haben, hätte der Emittent immer nur erst dann Kenntnis, wenn sowohl alle Vorstands- als auch alle Aufsichtsratsmitglieder von diesem Umstand wissen. Das kann von dem Verordnungsgeber aber nicht gewollt sein.

Vielmehr ist davon auszugehen, dass die nach Art. 19 Abs. 1 MAR mitteilungspflichtige Führungsperson nur gegenüber anderen ausgewählten Personen innerhalb des Emittenten von dem Eigengeschäft berichten muss, die ihrerseits als empfangszuständig für die Zwecke des Art. 19 Abs. 1 MAR angesehen werden. So kann etwa nur ein Mitglied der Führungsebene oder eine mit dem Empfang von Mitteilungen betraute Stelle innerhalb des Emittenten für die Zwecke des Art. 19 Abs. 1 MAR empfangszuständig sein.<sup>305</sup> Kommt eine Führungsperson ihren Pflichten aus Art. 19 Abs. 1 MAR also nach, indem sie dem Emittenten über ein Eigengeschäft berichtet, hat dies nicht zwingend zur Folge, dass alle Führungspersonen von dem Eigengeschäft wissen.<sup>306</sup> Wenn daher also nicht angenommen werden kann, dass infolge einer Mitteilung nach Art. 19 Abs. 1 MAR die gesamte Führungsebene von dem mitgeteilten Umstand weiß, kann hieraus nicht geschlossen werden, dass die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR erst entsteht, wenn die gesamte Führungsebene von der Insiderinformation Kenntnis hat.

### 3. Verantwortung einer einzelnen Führungskraft

Nähere Hinweise darauf, ob das Wissen einer Einzelperson oder des Gesamtremiums erforderlich ist, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auszulösen, enthält die Rechtsfolge des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR. Die Vorschrift sieht vor, dass das Tätigkeitsverbot auch gegenüber einer einzelnen Führungsperson ausgesprochen werden kann. Zwar ist Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR im Plural formuliert („Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen“), jedoch ergibt sich im Zusammenhang mit der zweiten Alternative („andere verantwortliche Person“), dass es auch einer einzelnen Führungsperson verboten werden kann, eine künftige Tätigkeit als Führungsperson wahrzunehmen. Der Verordnungsgeber geht ausweislich des Art. 30

<sup>305</sup> Das richtet sich ebenfalls danach, wer als *directing mind and will* für die Zwecke des Empfangs der Mitteilung über das Eigengeschäft nach Art. 19 Abs. 1 MAR aufseiten des Emittenten anzusehen ist. Auch dies ist durch Auslegung zu ermitteln.

<sup>306</sup> Konsequenterweise entsteht auch die Pflicht des Emittenten nach Art. 19 Abs. 3 MAR, die durch die Mitteilung nach Art. 19 Abs. 1 MAR ausgelöst wird, nicht erst, wenn alle Führungspersonen von dem Eigengeschäft wissen, sondern bereits in dem Zeitpunkt, in dem das Eigengeschäft den hierfür empfangszuständigen Personen nach Maßgabe des Art. 19 Abs. 1 MAR mitgeteilt worden ist.

Abs. 2 lit. e MAR also davon aus, dass auch nur eine einzelne Führungsperson für einen Verstoß gegen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht verantwortlich sein kann.

Dies hat Auswirkungen auf die Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR. Würde man für einen Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR nämlich verlangen, dass die gesamte Führungsebene von einem veröffentlichungspflichtigen Umstand Kenntnis hat, hätte Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR stets zur Folge, dass entweder überhaupt kein Tätigkeitsverbot oder ein Tätigkeitsverbot gegen die gesamte Führungsebene auszusprechen ist. Die von dem Verordnungsgeber in Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR vorgesehene Möglichkeit, nur gegen eine einzelne Führungskraft vorzugehen, gäbe es dabei nicht: Entweder wüssten alle Führungsmitglieder von der Insiderinformation, sodass auch gegen alle ein Tätigkeitsverbot auszusprechen wäre;<sup>307</sup> oder aber es wüssten nicht alle Führungspersonen von der Insiderinformation, weswegen es bereits an einem Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR fehlen würde. Ein solches Ergebnis ist zwar nicht bereits aus logischen Gründen ausgeschlossen. Jedoch liegt es näher, dass der Gesetzgeber die im Wortlaut angedeutete Möglichkeit auch im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität bevorzugt, indem die Rechtsfolge gegenüber einer einzelnen Führungsperson angeordnet werden kann. Dazu ist aber zu fordern, dass bereits ihr Einzelwissen die Veröffentlichungspflicht auslöst.

Eine solche Betrachtung steht auch mit dem sog. Prinzip der Gesamtverantwortung in Einklang, das der korporativen Organisation in sämtlichen Rechtsordnungen zugrunde liegt.<sup>308</sup> Danach wird jedes Mitglied des Leitungsorgans für sich genommen als verantwortlich dafür angesehen, dass Normbefehle von dem Unternehmen eingehalten werden.<sup>309</sup> Ein einzelnes Mitglied der Führungsebene ist damit für sich genommen der *directing mind and will*, weswegen bereits sein Kenntnisstand dafür ausschlaggebend sein sollte, dass eine wissensabhängige Pflicht des Emittenten entsteht. Zwar gibt es Möglichkeiten, diese Gesamtverantwortung des einzelnen Führungsmitglieds zu reduzieren.<sup>310</sup> Mit Ausnahme von Aufgaben, die bei dem Gesamtvorstand verbleiben müssen, wird regelmäßig eine Aufgabenverteilung vorgenommen, indem Aufgaben und Kompetenzen auf die einzelnen Führungsmitglieder horizontal delegiert werden.<sup>311</sup> In Führungsebenen kapitalmarktorien-

<sup>307</sup> Dies ist insbesondere deshalb der Fall, weil es sich bei Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR jedenfalls um eine *strict liability* handelt, vgl. § 5 B. IV.

<sup>308</sup> Vgl. hierzu insb. *Fleischer*, NZG 2003, 449, 451; *Fleischer*, AG 2003, 291 ff.; *Kalss*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 405. Aus dem *Common Law*: *Secretary of State for Trade and Industry v Baker. Re Barings plc. and others (No 5)*, [1999] 1 B.C.L.C. 433; *Secretary of State for Trade and Industry v Griffiths. Re Westmind Packing Services Ltd (No. 3)* [1998] B.C.C. 836, 842; *Ferran*, Company Law and Corporate Finance, S. 225 ff. So auch in der SE, vgl. *Reichert/Brandes*, in: MüKo-AktG, Art. 43 SE-VO Rn. 77. I.E. auch *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 179 ff.

<sup>309</sup> *Knierim*, in: Wabnitz/Janovsky/Schmitt, HdB Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 5. Kap. Rn. 34.

<sup>310</sup> *Kort*, in: GK-AktG, § 77 Rn. 36: „Aufgabenverteilung trotz Gesamtverantwortung“.

<sup>311</sup> *Seyfarth*, Vorstandsrecht, § 2 Rn. 9.

tierter Unternehmen erfolgt etwa eine Zuständigkeitsverteilung nach dem Ressortprinzip, indem den einzelnen Gremienmitgliedern unterschiedliche Ressorts zugeteilt werden, wie etwa Finanzen, Recht, Personal, Produktion, Marketing und Vertrieb etc.<sup>312</sup> Im Rahmen der ihnen eingeräumten Einzelverantwortung handeln die jeweiligen Vorstandsmitglieder eigenverantwortlich.<sup>313</sup>

Jedoch folgt aus einer horizontalen Delegation nicht, dass die Verantwortung der anderen Führungsmitglieder erlischt.<sup>314</sup> Vielmehr verbleibt eine Restverantwortung bei jedem einzelnen Führungsmitglied, indem sich die ursprüngliche Pflicht in eine allgemeine Aufsichts- und Überwachungspflicht wandelt.<sup>315</sup> Daher bleibt das einzelne Führungsmitglied auch insoweit für alle Aufgaben der Führungsebene verantwortlich. Dies äußert sich insbesondere darin, dass ein an sich unzuständiges Führungsmitglied den Aufgabenbereich an sich ziehen muss, wenn es erfährt, dass die Tätigkeit durch das primär zuständige Führungsmitglied nachlässig ausgeführt wird.<sup>316</sup> Erfährt also selbst eine ressortunzuständige Führungskraft von einer Insiderinformation, muss ihre Kenntnis auch die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auslösen, da ihre Gesamtverantwortung – wenn auch in geminderter Form – trotz horizontaler Delegation weiter bestehen bleibt.<sup>317</sup> Dies ist nur konsequent, wenn man sich bei der Wissenszurechnung an Verantwortungsbereichen orientiert: Wenn sich ein Führungsmitglied seiner Verantwortung nicht dadurch entledigen kann, dass es Tätigkeitsbereiche horizontal delegiert, besteht kein Grund dafür, eine Wissenszurechnung zu verneinen, obwohl eine Restverantwortung des Führungsmitglieds erhalten bleibt.<sup>318</sup>

#### 4. Erst-Recht-Schluss zur vertikalen Delegation auf nachgeordnete Mitarbeiter

Dass bereits das Wissen einer einzelnen Führungsperson die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auslöst, ergibt sich zudem aus dem Vergleich mit einem Szenario, in dem der Umgang mit Insiderinformationen für die Zwecke des Art. 17

<sup>312</sup> *Fleischer*, in: *Fleischer, HdB Vorstandsrecht*, § 1 Rn. 55.

<sup>313</sup> *Fleischer*, NZG 2003, 449, 452; *Götz*, AG 1995, 337, 338; *Secretary of State for Trade and Industry v Griffiths. Re Westmind Packing Services Ltd (No. 3)* [1998] 2 B. C. C. 836, 842: „individual responsibility“.

<sup>314</sup> Vgl. *Dorchester Finance Co Ltd v Stebbing* [1989] B. C. L. C. 498, 505.

<sup>315</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 77 Rn. 15; *Kort*, in: GK-AktG, § 77 Rn. 35; *Secretary of State for Trade and Industry v Baker. Re Barings plc. and others (No. 5)*, [1999] 1 B. C. L. C. 433; *Ferran*, Company Law and Corporate Finance, S. 225 ff.

<sup>316</sup> *Kort*, in: GK-AktG, § 76 Rn. 49a.

<sup>317</sup> *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 324; *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 193 f.; vgl. auch *Breuer*, Wissen, S. 60 ff., insb. S. 67; i. E. auch *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 184 f., der diese Schlussfolgerung aus nationalen Grundsätzen der Wissensorganisation herleitet.

<sup>318</sup> Dem Umstand, dass nur eine ressortunzuständige Führungsperson von der Insiderinformation weiß, kann im Rahmen des Tatbestandsmerkmals der „Unverzüglichkeit“ Rechnung getragen werden.

MAR auf einen einzelnen nachgeordneten Mitarbeiter delegiert wird. Wie bereits gesehen, wird die Wahrnehmung der Ad-Hoc-Publizität in der Praxis regelmäßig auf mehrere Mitarbeiter, insbesondere auf ein Ad-Hoc-Gremium, übertragen. Jedoch besteht theoretisch die Möglichkeit, eine teilweise Delegation auf nur einen einzigen nachgeordneten Mitarbeiter vorzunehmen. Auch in einem solchen Szenario ist zu fordern, dass kohärente Ergebnisse erzielt werden.

Erfährt der nachgeordnete, mit der Ad-Hoc-Publizität betraute Mitarbeiter in diesem Szenario von einer Insiderinformation, ist dieses Wissen in Anlehnung an Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR als Wissen des Emittenten anzusehen. Die Kenntnis des mit der Ad-Hoc-Publizität betrauten Mitarbeiters löst demnach die Veröffentlichungspflicht der Gesellschaft aus. Demgegenüber sind Führungspersonen nach Maßgabe des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR ohne jeglichen Delegationsakt dafür zuständig, dass der Emittent seiner Ad-Hoc-Publizitätspflicht nachkommt. Übernimmt der Mitarbeiter nachgeordneter Hierarchieebene im Wege der Delegation also eine Verantwortung, die der einer Führungsperson vergleichbar ist, und löst das Einzelwissen des nachgeordneten Mitarbeiters von einer Insiderinformation infolgedessen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten aus, so muss die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst recht auch dann entstehen, wenn nur eine einzige Führungsperson von der Insiderinformation weiß. Andernfalls wäre kaum zu erklären, warum der betraute Mitarbeiter und die Führungsperson in gleichem Maße für Ad-Hoc-Sachverhalte des Emittenten verantwortlich sind, jedoch nur das Einzelwissen des betrauten Mitarbeiters die Veröffentlichungspflicht auslöst, wohingegen im Falle von Führungspersonen erst die gesamte Führungsebene von dem kursrelevanten Umstand erfahren muss. Daher entsteht die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten, wenn bereits ein Führungsmitglied von der Insiderinformation weiß.

### **III. Ad-Hoc-Gremien und der Aufsichtsrat**

#### **1. Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu Führungspersonen**

Auch im Hinblick auf den Aufsichtsrat und ein Ad-Hoc-Gremium stellt sich die Frage, ob das Wissen eines einzelnen Mitglieds ausreichend ist, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auszulösen, oder ob es dafür der Kenntnis sämtlicher Mitglieder bedarf. Anhaltspunkte, wie mit einem Wissen in anderen Gremien als dem Führungsorgan umzugehen ist, können sich ergeben, indem man untersucht, in welchen Aspekten sich die Aufgabenwahrnehmung durch die anderen Gremien von der Aufgabenwahrnehmung durch das Führungsorgan unterscheidet und wo möglicherweise Gemeinsamkeiten bestehen.

Zunächst kann in Bezug auf den Aufsichtsrat und auf das Ad-Hoc-Gremium nicht gegen eine Zurechnung von Einzelwissen angeführt werden, dass der Aufsichtsrat und das Ad-Hoc-Gremium ihre Entscheidungen hinsichtlich der Ad-Hoc-Publizität des Emittenten als Kollektiv fällen. Denn dies ist auch bei der Führungsebene der Fall

und hindert auch bei ihr nicht, dass bereits das Wissen eines Führungsmitglieds die Veröffentlichungspflicht auslöst.<sup>319</sup> Im Unterschied zu den Führungspersonen sind die Mitglieder des Aufsichtsrats und des Ad-Hoc-Gremiums aber nicht „Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen“, sondern „andere verantwortliche Personen“ i. S. d. Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR. Zwar kann – wie bei den Führungspersonen nach Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR – auch im Falle des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR eine Einzelperson dafür verantwortlich sein, dass der Emittent seine Ad-Hoc-Publizitätspflicht verletzt. Das Einfallstor für eine differenzierende Betrachtung im Rahmen der Auffangvariante des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR ist jedoch, dass die „anderen verantwortlichen Personen“ eine den Führungsmitgliedern vergleichbare Verantwortung im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität übernehmen müssen. Daher ist zu entscheiden, ob diese vergleichbare Verantwortung bereits bei einem einzelnen Mitglied des Aufsichtsrats oder des Ad-Hoc-Gremiums vorliegt (dann würde das Einzelwissen eines Mitglieds die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auslösen) oder aber erst das Zusammenwirken des Aufsichtsrats oder des Ad-Hoc-Gremiums die Verantwortung auf einen der Leitungsebene vergleichbaren Maßstab anhebt (dann würde erst das Wissen aller Mitglieder die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auslösen).

## 2. Einzelwissen beim Ad-Hoc-Gremium

Wie an früherer Stelle bereits erläutert worden ist, erlangen die Mitglieder des Ad-Hoc-Gremiums ihre Verantwortung in Bezug auf den Umgang mit Insiderinformationen kraft vertikaler Delegation von der Leitungsebene.<sup>320</sup> Sie sind damit nicht originär damit betraut, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht für den Emittenten wahrzunehmen, sondern sind insofern der „verlängerte Arm“ der Leitungsebene, die sich der Mitglieder des Ad-Hoc-Gremiums bedient, um der Veröffentlichungspflicht des Emittenten nachzukommen. Hinzu kommt, dass sich das Ad-Hoc-Gremium aus hochspezialisierten Fachkräften zusammensetzt, die gerade dafür eingesetzt werden, um insiderrelevante Ereignisse für den Emittenten zu beobachten und zu untersuchen. Es besteht also aus Mitarbeitern, deren Tätigkeit mit der Ad-Hoc-Publizität des Emittenten unmittelbar verwoben ist.

Diese Gesichtspunkte sprechen dafür, dass auf das Ad-Hoc-Gremium dieselben Grundsätze anzuwenden sind wie auch auf die Führungsebene selbst. Das Wissen eines Gremiumsmitglieds löst damit die Veröffentlichungspflicht des Emittenten aus. Ein Mitarbeiter eines Ad-Hoc-Gremiums verfügt nicht nur über hinreichende Möglichkeiten und Fähigkeiten, um einen potentiell insiderrelevanten Umstand als solchen zu erkennen, sondern er ist kraft der Natur seiner Tätigkeit in der Lage, gegenüber seinen Kollegen über diesen Umstand zu berichten. Dies führt dazu, dass das Ad-Hoc-Gremium die ihm übertragene Verpflichtung bereits zu einem Zeitpunkt wahrnehmen kann, in dem nur ein einzelnes Mitglied von der Insiderinformation

<sup>319</sup> Vgl. § 11 C. II.

<sup>320</sup> Vgl. § 11 B. II. 2.



Kenntnis hat. Daher sollte die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auch in diesem Zeitpunkt entstehen.

Schließlich zeigt die Delegationsmöglichkeit von der Leitungsebene auf das Ad-Hoc-Gremium, dass die Aufgabe, bestimmte Umstände auf ihre Insiderrelevanz zu untersuchen, von dem Ad-Hoc-Gremium auch auf weitere Mitarbeiter delegiert werden kann. In diesem Zusammenhang kann der Erst-Recht-Schluss fruchtbar gemacht werden, der bereits dazu geführt hat, dass das Einzelwissen eines Leitungsorgans die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten entstehen lässt.<sup>321</sup> Wenn das Ad-Hoc-Gremium den Umgang mit Insiderinformationen auf einen einzelnen Mitarbeiter weiter delegieren würde, ist nicht ersichtlich, warum das Einzelwissen dieses Mitarbeiters die Veröffentlichungspflicht auslösen soll, das Einzelwissen eines Gremiumsmitglieds aber nicht. Vielmehr ist zu fordern, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in beiden Fällen bereits dann entsteht, wenn eine betraute Person Kenntnis von einem kursrelevanten Umstand hat.

### 3. Gesamtwissen beim Aufsichtsrat

Anders als beim Ad-Hoc-Gremium gestaltet sich die Lage beim Aufsichtsrat. Zwar sind die Mitglieder des Aufsichtsrats in dem Bereich, für den sie geschäftsführungs- und vertretungsbefugt sind, als „andere verantwortliche Personen“ i. S. d. Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR anzusehen. Jedoch leiten sie ihre Verantwortung nicht von der Leitungsebene ab, sondern ihnen kommt eine originäre Zuständigkeit für ihr spezifisches Tätigkeitsfeld zu. So sind Aufsichtsrat und Vorstand in einer dualistisch organisierten Kapitalgesellschaft zwei eigenständige, nicht-hierarchische Organe mit originären Kompetenzen.<sup>322</sup> Daher kann das Wissen eines einzelnen Aufsichtsratsmitglieds – anders als beim Ad-Hoc-Gremium – nicht mit dem Argument als ausreichend erachtet werden, dass es als „verlängerter Arm“ der Leitungsebene agiert. Vielmehr ist es möglich, dass die originäre Verantwortung der Aufsichtsratsmitglieder in ihrem spezifischen Aufgabenbereich nur soweit reicht, dass sie sich mit der Ad-Hoc-Publizität des Emittenten nur dann befassen müssen, wenn jedes Aufsichtsratsmitglied von dem kursrelevanten Umstand weiß.

Richtig ist zwar, dass der Aufgabenverteilung innerhalb des Aufsichtsrats – wie bei der Leitungsebene – das Prinzip der Gesamtverantwortung zugrunde liegt.<sup>323</sup> Anders als bei der Leitungsebene kann daraus aber nicht der Schluss gezogen werden, dass das Einzelwissen eines Aufsichtsratsmitglieds die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auslöst.<sup>324</sup> Denn ausweislich des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR sind Führungskräfte *per se* als verantwortlich anzusehen. Gepaart mit dem Prinzip der Gesamtverantwortung kommt demnach jeder einzelnen Führungsperson

<sup>321</sup> § 11 C. II. 4.

<sup>322</sup> *Siems*, in: KK-AktG, Art. 43 SE-VO Rn. 30.

<sup>323</sup> *Hüffer/Koch*, AktG, § 111 Rn. 17.

<sup>324</sup> So allgemein auch *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 202.



auch *per se* die Verantwortung für Ad-Hoc-Sachverhalte zu. Die Mitglieder des Aufsichtsrats sind hingegen nicht schon nach Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR *per se* verantwortlich, sondern nur insoweit, als ihr Verantwortungsmaßstab nach Maßgabe des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR mit dem der Führungsebene vergleichbar ist. Daher ist es durchaus möglich, dass die Verantwortung eines einzelnen Aufsichtsratsmitglieds nur dann mit jener der Leitungsebene vergleichbar ist, wenn der gesamte Aufsichtsrat von der Insiderinformation weiß. Dann würde sich die Gesamtverantwortung des Aufsichtsrats und seiner Mitglieder nur darauf beziehen, über die Veröffentlichung einer Insiderinformation zu entscheiden, die allen Aufsichtsratsmitgliedern bekannt ist. Im Unterschied zu Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR hat das Prinzip der Gesamtverantwortung demnach im Falle des Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 2 MAR nicht zwingend zur Folge, dass das Einzelwissen der „anderen verantwortlichen Personen“ die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auslöst.

Im Falle des Aufsichtsrats verfängt zudem nicht der Erst-Recht-Schluss zur vertikalen Delegation, der im Falle der Leitungsebene und des Ad-Hoc-Gremiums dazu führt, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits mit dem Einzelwissen ihrer Mitglieder entsteht.<sup>325</sup> Denn diese Argumentation fußt darauf, dass der Umgang mit Insiderinformationen von der Leitungsebene oder vom Ad-Hoc-Gremium auf eine Person delegiert werden kann, die diesen Gremien nicht angehört. Dann wäre es nicht gerechtfertigt, diese Einzelperson in die Wissenszurechnung miteinzubeziehen, jedoch das Einzelwissen eines Gremiumsmitglieds unbeachtet zu lassen. Der Aufsichtsrat kann aber keine vertikale Delegation vornehmen, sondern allenfalls Entscheidungen auf einen Ausschuss übertragen, dem ebenfalls Mitglieder des Aufsichtsrats angehören.<sup>326</sup> Kommt demnach im Falle aufsichtsratspezifischer Insiderinformationen nur die Zurechnung des Wissens von Mitgliedern des Aufsichtsrats infrage, kann kein Erst-Recht-Schluss aus der Wissenszurechnung eines anderen Mitarbeiters gezogen werden.

Letztlich entscheidend für die Modalitäten der Einzel- oder Gesamtzurechnung im Aufsichtsrat wird seine Arbeitsweise sein, anhand derer sich feststellen lässt, inwieweit die einzelnen Aufsichtsratsmitglieder die Möglichkeit haben, sich für den Emittenten mit der Ad-Hoc-Publizität zu befassen.<sup>327</sup> So ist der Aufsichtsrat im Gegensatz zur Führungsebene nicht in die laufenden Geschäfte des Emittenten eingebunden, was sich nicht zuletzt dadurch äußert, dass der Aufsichtsrat vergleichsweise selten zusammenkommt.<sup>328</sup> Die Tätigkeit in einem Aufsichtsrat ist lediglich ein Nebenamt.<sup>329</sup> Selbst wenn man von einer „Professionalisierung der

<sup>325</sup> § 11 C. II. 4.

<sup>326</sup> *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2020, 477, Rn. 21.

<sup>327</sup> Vgl. allgemein auch *Buck-Heeb*, in: FS Grunewald, S. 113, 119.

<sup>328</sup> In einer deutschen börsennotierten AG mindestens vier Mal im Jahr, vgl. § 110 Abs. 3 AktG. Vgl. auch Art. 41 Abs. 1 SE-VO, wonach das Aufsichtsorgan regelmäßig alle drei Monate über den Geschäftsgang der SE unterrichtet wird.

<sup>329</sup> *Buck-Heeb*, in: FS Grunewald, S. 113, 126.

Aufsichtsratsstätigkeit“ sprechen wollte,<sup>330</sup> hat die berufsmäßige Beschäftigung als Aufsichtsratsmitglied nicht etwa zur Folge, dass dieses stärker in die Vorgänge des Emittenten eingebunden wird. Vielmehr bleibt es bei dem eng begrenzten Kompetenzbereich des Aufsichtsrats, der nicht dadurch ausgedehnt wird, dass er von Personen wahrgenommen wird, die ihren Lebensunterhalt mit der Überwachungstätigkeit verdienen. Umgekehrt sorgt die Professionalisierung der Aufsichtsratsstätigkeit für einen noch geringeren Grad an Verbundenheit zwischen den Aufsichtsratsmitgliedern mit einem bestimmten Emittenten, da berufsmäßige Mitglieder des Aufsichtsrats diesen Posten typischerweise in mehreren Gesellschaften ausüben.<sup>331</sup> Anders als die Führungsebene oder ein spezifisch eingerichtetes Ad-Hoc-Gremium beschäftigen sich die Aufsichtsratsmitglieder demnach zum einen nur sporadisch mit den Angelegenheiten eines Emittenten, und obendrein üben sie ihre Posten häufig zugleich in mehreren Emittenten aus.

Daher kann bei der Frage nach einer Wissenszurechnung nicht davon ausgegangen werden, dass ein Aufsichtsratsmitglied, sobald es von einer Insiderinformation erfährt, diese unmittelbar an die restlichen Mitglieder des Aufsichtsrats herantragen kann. Wenn die Ad-Hoc-Publizitätspflicht bereits zu diesem Zeitpunkt entstehen würde, wäre der Emittent zu etwas verpflichtet, was er in diesem Moment noch nicht erfüllen kann. Vielmehr wird der Aufsichtsrat erst dann in der Lage sein, die Insiderinformation für den Emittenten auf ihre Veröffentlichungspflicht zu prüfen, wenn das gesamte Gremium von dem infrage stehenden Ereignis Kenntnis hat. Daher löst erst die Kenntnis aller Aufsichtsratsmitglieder von einer Insiderinformation, deren Gegenstand in die Kompetenz des Aufsichtsrats fällt,<sup>332</sup> die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten aus.<sup>333</sup>

#### IV. Zwischenergebnis

Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht entsteht bereits dann, wenn ein Mitglied der Führungsebene oder eines Ad-Hoc-Gremiums von der Insiderinformation Kenntnis erlangt. Bei den Führungsmitgliedern ergibt sich dies aus der Gesamtverantwortung jedes einzelnen Führungsmitglieds, die auch nicht dadurch erlischt, dass Aufgabenbereiche horizontal delegiert werden. Die Einzelzurechnung beim Ad-Hoc-Gremium ist zum einen darauf zurückzuführen, dass es den „verlängerten Arm“ der Führungsebene darstellt und zum anderen darauf, dass es gerade dafür eingesetzt wird, um die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten wahrzunehmen.

<sup>330</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 409; *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 192.

<sup>331</sup> *J. Koch*, ZIP 2015, 1757, 1766.

<sup>332</sup> Vgl. § 11 B. III. 4.

<sup>333</sup> *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 327: „Das Wissen eines einzelnen Aufsichtsratsmitglieds wird demnach nicht zugerechnet, auch nicht, wenn es sich um den Aufsichtsratsvorsitzenden oder einen (nicht beschlussersetzenden) Ausschuss handelt“; a. A. *Gaßner*, Ad-Hoc-Publizität, S. 224, der auch das Einzelwissen von Aufsichtsratsmitgliedern zurechnet.

Wenn aber nur ein Mitglied des Aufsichtsrats von einer Insiderinformation weiß, ist dies aufgrund der Natur seiner Tätigkeit noch nicht ausreichend, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten auszulösen. Vielmehr bedarf es dafür der Kenntnis aller Aufsichtsratsmitglieder. Die Gesamtzurechnung im Falle des Aufsichtsrats erklärt sich insbesondere mit der Tätigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern, die weniger intensiv in die Vorgänge der Gesellschaft eingebunden sind. Trotz der Professionalisierung der Aufsichtsrats Tätigkeit bleibt es dabei, dass sie lediglich ein Nebenamt darstellt.

## D. Risikoordnung

### I. *Cheapest Cost Avoider*

Das erzielte Ergebnis, dass der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR nur solche Insiderinformationen zu veröffentlichen hat, von denen die Organmitglieder oder die Mitglieder des Ad-Hoc-Gremiums Kenntnis haben, muss sich schließlich an den eingangs erörterten Risikoordnungskriterien des *cheapest cost avoider* und des *superior risk bearer* messen lassen.<sup>334</sup> So mag man sich etwa auf den Standpunkt stellen, der Emittent sei im Hinblick auf alle unternehmensintern vorhandenen Insiderinformationen als *cheapest cost avoider* einzustufen, da er das hieraus entstehende Informationsdefizit auf dem Kapitalmarkt infolge des leichteren Zugriffs auf ihm vorliegende Insiderinformationen günstiger vermeiden könne als die Anleger. Wenn der Emittent mit dieser Erwägung als *cheapest cost avoider* einzustufen wäre, bestünde kein Grund dafür, nur auf das Wissen von Organmitgliedern oder von Mitgliedern des Ad-Hoc-Gremiums abzustellen. Vielmehr müsste die Wissenszurechnung auf weitere, das heißt für die Ad-Hoc-Pflicht unzuständige, Mitarbeiter des Unternehmens erstreckt werden. Hieraus würde eine Wissensorganisationspflicht des Emittenten folgen, da er dafür sorgen müsste, dass Insiderinformationen bei unzuständigen Personen abgefragt, gespeichert und an die zuständigen Personen weitergeleitet werden.<sup>335</sup>

Allerdings zeigen die folgenden Erwägungen, dass die Risikoordnung nicht so eindeutig zugunsten einer Ausweitung der Wissenszurechnung ausfällt, wie dies auf den ersten Blick scheinen mag. Denn zunächst ist stets zu fordern, dass das erwartete Risiko, das vermieden werden soll, die Risikovermeidungskosten übersteigt.<sup>336</sup> Andernfalls lohnt es sich nämlich nicht, wenn der Emittent Ressourcen aufwendet, um das Risiko zu vermeiden. Ob das erwartete Risiko vorliegend die Risikovermeidungskosten überwiegt, ist deshalb fraglich, weil Insiderinformationen der

<sup>334</sup> Zur Relevanz der Risikoordnung vgl. § 4 C. II. 7. Auf die Ermittlung des *cheapest cost insurer* wird wiederum verzichtet, da hierfür kein Versicherungsmarkt existiert.

<sup>335</sup> Zum Verhältnis zwischen Wissenszurechnung und Wissensorganisation bereits § 3 B.; § 6 D. III.

<sup>336</sup> Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 279, 280 ff.

Führungsebene, dem Aufsichtsrat oder den Ad-Hoc-Gremien typischerweise bereits vorliegen werden.<sup>337</sup> Es ist also viel wahrscheinlicher, dass sich eine Insiderinformation bei diesen Stellen befindet als bei anderen Mitarbeitern des Emittenten, die für die Ad-Hoc-Publizität nicht zuständig sind. Wird daher die Wissenszurechnung auch auf unzuständige Mitarbeiter erstreckt, ist der zusätzliche Mehrwert insoweit begrenzt. Dem könnte noch entgegengehalten werden, dass es insiderrelevante Ereignisse – wie etwa Compliance-Verstöße – geben kann, die überall im Unternehmen eintreten und zu einem Informationsdefizit am Kapitalmarkt führen können, wenn sie nicht veröffentlicht werden.

Aber auch in diesem Zusammenhang hat man sich zu vergewissern, welches zusätzliche Risiko tatsächlich vermieden werden würde, wenn man unzuständige Mitarbeiter in die Wissenszurechnung miteinbezieht. Erstens ist dieses zusätzliche Risiko nicht durch die drohenden Umverteilungsschäden, sondern durch den geringeren Ressourcenschaden infolge eines Vertrauensverlusts in den Kapitalmarkt zu quantifizieren.<sup>338</sup> Zweitens ist nicht das Szenario einer Veröffentlichung mit dem Szenario einer gänzlich fehlenden Veröffentlichung zu vergleichen. Da das Wissen zuständiger Personen jedenfalls zugerechnet wird, geht es vielmehr um den Fall, dass eine Insiderinformation veröffentlicht wird, sobald die zuständigen Personen von ihr erfahren haben, sich aber dann die Frage stellt, ob die Insiderinformation hätte zu einem früheren Zeitpunkt veröffentlicht werden müssen, und zwar als unzuständige Personen von ihr wussten. Es geht also um das Risiko aus einer verspäteten Veröffentlichung, das geringer ist als das Risiko aus einer gänzlich fehlenden Veröffentlichung. Drittens ist noch einmal in Erinnerung zu rufen, dass zu dem Wissen von Mitgliedern der Führungsebene, des Aufsichtsrats und des Ad-Hoc-Gremiums auch das *blind-eye-knowledge* zählt. Die Veröffentlichungspflicht beginnt also bereits in dem Zeitpunkt, in dem sich diese Personen vor Umständen, die eine Insiderinformation ausmachen, bewusst verschließen. Das kann bereits zu einem Zeitpunkt der Fall sein, in dem sich die Insiderinformation bei einer unzuständigen Stelle befindet.<sup>339</sup>

Indem man das *blind-eye-knowledge* in den Wissensbegriff miteinbezieht, verengt sich also das zeitliche Intervall zwischen einer (früheren) Veröffentlichung, die stattfinden würde, wenn man die Wissenszurechnung auch auf unzuständige Mitarbeiter erstreckt und einer (späteren) Veröffentlichung, wenn man nur auf das Wissen von Organmitgliedern und Mitgliedern des Ad-Hoc-Gremiums abstellt. Vor diesem Hintergrund besteht die Risikominderung infolge einer auf unzuständige Mitarbeiter erweiterten Wissenszurechnung – sofern eine Risikominderung überhaupt anzunehmen ist – in den allermeisten Fällen darin, dass potentiell insiderrelevante Tatsachen erfasst würden, die kurze Zeit später zu einem *blind-eye-knowledge* von Organmitgliedern oder Mitgliedern des Ad-Hoc-Gremiums werden

---

<sup>337</sup> Vgl. hierzu § 8 C.

<sup>338</sup> Hierzu § 4 B. II 2.

<sup>339</sup> Vgl. § 6 E.

würden und damit ohnehin veröffentlichungspflichtig wären. Das liegt vor allem daran, dass Gesellschaften anderweitige Organisationspflichten treffen, infolge derer ein *blind-eye-knowledge* von Führungspersonen keine Seltenheit ist.

Dieser eher bescheidenen Risikominderung stehen nach wie vor die Kosten einer unternehmensweiten Wissensorganisation gegenüber, die resultieren würden, wenn man auch das Wissen unzuständiger Mitarbeiter zurechnen würde. Denn zum Zwecke der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR oder des Aufschiebs nach Art. 17 Abs. 4 MAR müsste stets dafür gesorgt werden, dass die Information gespeichert, abgefragt und weitergeleitet wird. Zu dem damit verbundenen Ressourcenaufwand, der sich an den mit Rechtsunsicherheit behafteten Haftungsrisiken orientiert, sei auf die einschlägigen Ausführungen verwiesen.<sup>340</sup> Daher steht noch nicht einmal fest, ob die zusätzliche Risikominderung höher ausfällt als die hierbei anfallenden Vermeidungskosten.

## II. *Superior Risk Bearer*

Selbst wenn man annimmt, dass das erwartete Risiko die Risikovermeidungskosten übersteigt und der Emittent als *cheapest cost avoider* einzustufen wäre, könnten die gesamtgesellschaftlichen Kosten verringert werden. Dies kann dadurch geschehen, dass man das Risiko aus einer fehlenden Veröffentlichung im Unternehmen befindlicher, den zuständigen Mitarbeitern aber unbekannten Informationen, nicht dem Emittenten, sondern dem Anleger als dem *superior risk bearer* zuordnet, das heißt den Emittenten nicht zur Wissensorganisation verpflichtet.

Zunächst einmal liegt es nahe, dass die Kosten für den einzelnen Anleger, sein Wertpapierportfolio zu diversifizieren, geringer sind als die Wissensorganisationskosten für den Emittenten, insbesondere, wenn diese sich an den mit Rechtsunsicherheit behafteten Haftungsfolgen der Ad-Hoc-Publizitätspflicht orientieren werden. Indem man den Anleger als *superior risk bearer* im Hinblick auf die Risiken aus denjenigen Insiderinformationen ausmacht, die sich bei den unzuständigen Stellen innerhalb des Emittenten befinden, senkt man insoweit die gesamtgesellschaftlichen Kosten verglichen mit dem Szenario, in dem man den Emittenten als *cheapest cost avoider* zur Wissensorganisation verpflichten würde.

In einem nächsten Schritt ist aber zu untersuchen, welche Restrisiken verbleiben, wenn man dementsprechend auf den Anleger als *superior risk bearer* abstellt, das heißt den Emittenten nicht dazu verpflichtet, Insiderinformationen zu veröffentlichen, die sich bei den unzuständigen Stellen befinden. In der Tat kann sich dann die Gefahr realisieren, dass sich eine Position im Gesamtportfolio des Anlegers verschlechtert, was möglicherweise nicht eingetreten wäre, wenn der Emittent Insiderinformationen intern an die zuständige Stelle weitergeleitet und veröffentlicht hätte.

<sup>340</sup> Vgl. allgemein § 4 B. I. 5.; eingehend § 5 B. V., C. VII. 1.

Dieses Restrisiko, das aus einer fehlenden Veröffentlichung nicht organisierter Informationen resultiert, spricht aber nur dann für eine Inpflichtnahme des Emittenten als *cheapest cost avoider*, wenn hierdurch weniger Restrisiken verursacht werden als infolge einer Risikostreuung durch den Anleger als *superior risk bearer*. Jedoch kann sich auch bei einer Veröffentlichungspflicht des Emittenten im Hinblick auf sämtliche unternehmensintern vorhandenen Insiderinformationen das nicht zu vernachlässigende Risiko realisieren, dass Insiderinformationen trotz einer Weiterleitungs-, Abfrage- und Speicherungspflicht dennoch nicht an die zuständigen Stellen gelangen und folglich nicht veröffentlicht werden.<sup>341</sup> Dies ist umso wahrscheinlicher, je weniger ein unzuständiger Mitarbeiter fähig ist, Insiderinformationen als solche zu erkennen, zu speichern und weiterzuleiten. Das Abstellen auf den Emittenten als *cheapest cost avoider* garantiert mithin ebenfalls nicht, dass der Anleger keine Verluste erleidet. Mehr noch ist hervorzuheben, dass eine Wissensorganisation durch den Emittenten als *cheapest cost avoider* sogar das neue Risiko birgt, dass der Kreis von Personen erweitert wird, die von Insiderinformationen wissen, bevor diese veröffentlicht werden. Dies kann dazu führen, dass Insiderhandel sogar zunimmt.<sup>342</sup>

Damit steht nicht nur fest, dass die Risikostreuung durch den Anleger als solche günstiger ist als die Wissensorganisationskosten des Emittenten, sondern es hat sich auch gezeigt, dass eine Verpflichtung des Emittenten zur Wissensorganisation nicht weniger Restrisiken birgt als wenn man das Risiko aus unternehmensintern nicht organisierten Insiderinformationen dem Anleger als dem *superior risk bearer* zuordnet. Daher sollte der Anleger an dieser Stelle in die Verantwortung genommen werden, indem man die Organisationskosten des Emittenten durch die geringeren Streuungskosten des Anlegers substituiert. Demnach sollte der Emittent durch Art. 17 Abs. 1 MAR nicht dazu verpflichtet werden, solche Insiderinformationen zu veröffentlichen, die sich bei hierfür unzuständigen Stellen des Unternehmens befinden.

Gleichzeitig ist aber darauf hinzuweisen, dass die Figur des *superior risk bearer* kein Dambruchargument gegen das gesamte Institut der Ad-Hoc-Publizitätspflicht ist. Hinsichtlich solcher Insiderinformationen, die den zuständigen Stellen bereits bekannt sind, sollte der Emittent als *cheapest cost avoider* zu einer Veröffentlichung verpflichtet sein. Selbst wenn die Streuungsmaßnahme durch den Anleger günstiger sein sollte als die Veröffentlichungskosten für den Emittenten, ist das Restrisiko der Streuung für den Kapitalmarkt weitaus gewichtiger als das Restrisiko im Rahmen einer Veröffentlichungspflicht in Bezug auf Insiderinformationen, die sich bei der zuständigen Stelle befinden. So sind es erstens vor allem Führungspersonen, die den größten Anreiz haben, ihnen bekannte Insiderinformationen aus eigenen Interessen

<sup>341</sup> Langevoort, 146 U. Pa. L. Rev. (1997), 101, 128 zu Grenzen von Informationsorganisationssystemen: „However, such protection will only be partial; breakdowns are inevitable in the best of systems“.

<sup>342</sup> Vgl. etwa RegE BT-Drs. 15/3174, S. 35 (linke Spalte): Mit § 15 WpHG a.F. soll der „Kreis der potentiellen Insider möglichst klein gehalten werden“.

zurückzuhalten.<sup>343</sup> Daher kommt es sehr wahrscheinlich zu einem Informationsdefizit, wenn das Risiko nicht dem Emittenten, sondern dem Anleger zugeordnet wird. Zweitens sind Mitglieder des Führungsorgans und andere für die Ad-Hoc-Publizität verantwortliche Personen am besten geeignet, insiderrelevante Informationen als solche zu identifizieren.<sup>344</sup> Daher ist das Restrisiko einer Veröffentlichungspflicht jedenfalls geringer als jenes der Streuungsmaßnahme durch den Anleger. Drittens gibt es keine Wissensorganisation, die den Kreis der wissenden Personen erweitert und damit das neue Risiko zusätzlichen Insiderhandels schafft.

### III. Zwischenergebnis

Die hier vorgenommene Wissenszurechnung hält einer Überprüfung anhand der Risikozuordnungskriterien stand. Es sprechen bereits Gründe dafür, dass ein zusätzlicher Risikovermeidungsaufwand aufseiten des Emittenten keinen zusätzlichen Mehrwert generieren würde. Sollte der Emittent dennoch als *cheapest cost avoider* anzusehen sein, können die gesamtgesellschaftlichen Kosten jedenfalls dadurch minimiert werden, dass der Anleger das Risiko aus dem Emittenten vorliegenden, den zuständigen Mitarbeitern aber unbekannten Insiderinformationen als *superior risk bearer* trägt. Die Kostentragung durch den Emittenten als *cheapest cost avoider* ist nur dann gerechtfertigt, wenn eine Insiderinformation den Organmitgliedern oder den Mitgliedern des Ad-Hoc-Gremiums bekannt ist.

## § 12 Schranken der Wissenszurechnung

### A. Rechtliche Unmöglichkeit und deren unionsrechtliche Verankerung

Wie bereits erläutert worden ist, ist die Pflicht des Emittenten, Insiderinformationen zu veröffentlichen, stets in Relation zu anderen berechtigten Interessen zu setzen. Bislang hat sich die Interessenabwägung ausschließlich an Belangen des Kapitalmarkts orientiert, die in der MAR ihren Niederschlag gefunden haben.<sup>345</sup> Darüber hinaus existieren aber auch Belange, die nicht in der MAR adressiert sind. Dazu gehören etwa das Interesse von Gesellschaften an der Vertraulichkeit und der Individualschutz derjenigen Personen, die dafür verantwortlich sind, dass der Emittent der Veröffentlichungspflicht nachkommt.<sup>346</sup>

<sup>343</sup> Bratton/Wachter, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 83; „Unsurprisingly, the insiders are usually high-level managers at the stock issuer in question“; Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L. J. (2006), 711, 749, 760; Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 269.

<sup>344</sup> Vgl. eingehend § 9 E. II.

<sup>345</sup> Vgl. § 4 B.

<sup>346</sup> Zu den folgenden Konstellationen im Rahmen des Art. 17 MAR vgl. auch Ihrig, ZHR 181 (2017), 381, 396 ff.

Die Verschwiegenheitspflicht spielt insbesondere bei Doppelmandaten eine Rolle, die in unterschiedlichen Konstellationen auftreten können. So kann ein Vorstandsmitglied der Muttergesellschaft gleichzeitig Aufsichtsrats- oder Vorstandsmitglied in der Tochtergesellschaft sein, und umgekehrt.<sup>347</sup> Insoweit stellt sich die Frage, ob hiermit verbundene Verschwiegenheitspflichten die Wissenszurechnung sperren.<sup>348</sup> Für den Fall, dass das Wissen eines Aufsichtsratsmitglieds zugerechnet werden soll, sei darauf hingewiesen, dass es auf Verschwiegenheitspflichten nur dann ankommt, wenn es sich um eine Insiderinformation handelt, die den Tätigkeitsbereich des Aufsichtsrats im Emittenten betrifft.<sup>349</sup> Andernfalls scheidet eine Wissenszurechnung bereits wegen der fehlenden Verantwortung des Aufsichtsratsmitglieds aus, ohne dass es zusätzlich auf seine Verschwiegenheitspflicht ankäme.

Konstellationen, in denen der Individualschutz relevant wird, ergeben sich immer dann, wenn persönliche Belange der Unternehmensangehörigen mit der Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten kollidieren.<sup>350</sup> Hierzu gehört insbesondere der Fall, in dem ein Mitarbeiter gegenüber der eigenen Gesellschaft über einen von ihm begangenen Regelverstoß mit Insiderrelevanz berichten muss.<sup>351</sup> Außerdem stellt sich im Rahmen des Individualschutzes die Frage, wie mit Informationen zu verfahren ist, die ein Mitarbeiter nicht in seiner Eigenschaft als unternehmensangehörige Person, sondern in seiner Freizeit zur Kenntnis nimmt.<sup>352</sup> Schließlich spielt der Individualschutz immer dann eine Rolle, wenn der Entscheidungsprozess eines Mitarbeiters – etwa über den Rücktritt vom Posten des Vorstandsvorsitzenden – Kursrelevanz haben kann und sich dabei in einzelne Zwischenschritte unterteilt, von denen einige in die persönliche Sphäre des Mitarbeiters hineingreifen – etwa, weil er über seinen Rücktrittswunsch erst mit seiner Ehefrau gesprochen hat.<sup>353</sup>

Für die Anforderungen an eine Wissenszurechnung sind die Verschwiegenheitspflicht und der Individualschutz deshalb relevant, weil die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten nach Maßgabe des *Ultra-Posse*-Grundsatzes nur dann

<sup>347</sup> Überblick mit Bezug zur Ad-Hoc-Publizität bei *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 252 ff.

<sup>348</sup> Vgl. etwa BGH NJW 2016, 2569, Rn. 32 f.; *Verse*, AG 2015, 413, 417; *Schubert*, in: MüKo-BGB, § 166 Rn. 53; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; *Hüffner/Koch*, AktG, § 78 Rn. 28; *Mülbelt/Sajnovits*, NJW 2016, 2540, 2541; *Thomale*, AG 2015, 641, 649 f.; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 810 f.; *J. Koch*, ZIP 2015, 1757, 1762 f. Vgl. insb. zu Vorstandsdoublemandaten *Passarge*, NZG 2007, 441, 443.

<sup>349</sup> Vgl § 11 B. III.

<sup>350</sup> Diese Konstellationen sind in der bisherigen Diskussion auch als sog. „privat erlangtes Wissen“ bezeichnet worden. Da unter diesem Begriff aber die unterschiedlichsten Fallgestaltungen verstanden werden können, denen unterschiedliche rechtliche Wertungen zugrunde liegen, verspricht ein Abstellen auf den Begriff „privat erlangtes Wissen“ für sich genommen keinen Erkenntnisgewinn, weswegen auf eine solche Kategorisierung verzichtet wird, vgl. auch *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 396 ff.

<sup>351</sup> *Grunewald*, NZG 2013, 841 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 772; *Seibt/Cziupka*, AG 2015, 93, 103 f.

<sup>352</sup> *Hüffner/Koch*, AktG, § 78 Rn. 26.

<sup>353</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 400 f.



entstehen kann, wenn es ihm möglich ist, über die Veröffentlichung einer Insiderinformation zu entscheiden. Das ist nur dann der Fall, wenn das dem Emittenten zugerechnete Wissen dem zuständigen Gesamtgremium auch zugänglich gemacht werden kann. Nur so ist dieses in der Lage, über die Veröffentlichung oder den Aufschub der Insiderinformation zu befinden. Ist es einer Person aber nicht möglich, die infrage stehende Information dem Gesamtgremium zugänglich zu machen, würde es gegen den *Ultra-Posse*-Grundsatz verstoßen, wenn man das Wissen dieser Person dennoch zurechnen und damit die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten entstehen lassen würde.<sup>354</sup> Daher richtet sich das Augenmerk in diesem Kapitel auf die rechtliche Unmöglichkeit des Emittenten, die aus der Verschwiegenheitspflicht oder dem Individualschutz seiner Mitarbeiter resultieren kann.

Dabei kann nur dann die Rede davon sein, dass es dem Emittenten rechtlich unmöglich ist, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu erfüllen, wenn die Verschwiegenheitspflicht oder der Individualschutz der Mitarbeiter ein solches Gewicht haben, dass sie der Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR entgegengehalten werden können. Die Belange müssen der Ad-Hoc-Publizität des Emittenten zumindest gleichwertig sein, damit behauptet werden kann, dass es eine rechtliche Schranke gibt, die dem Veröffentlichungsbegehren des Art. 17 MAR einen Riegel vorschiebt. Dies erfordert eine unionsrechtliche Verankerung dieser Interessen, die zur Folge hätte, dass sie der Bekanntgabepflicht des Emittenten nicht von vornherein untergeordnet sind.<sup>355</sup> Daher bietet es sich an, die Verschwiegenheitspflicht (B.) und den Individualschutz (C.) der Mitarbeiter im Schutzbereich der Unionsgrundrechte zu suchen, an deren Maßstab sich die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 MAR messen lassen muss.<sup>356</sup>

## B. Verschwiegenheitspflichten

### I. Anknüpfung an unternehmerische Freiheit nach Art. 16 GRCh

Verschwiegenheitspflichten spielen für die Ad-Hoc-Publizität des Emittenten insbesondere dann eine Rolle, wenn es um die Veröffentlichungspflicht einer konzernierten Gesellschaft geht. Hat etwa ein Organmitglied der Muttergesellschaft in seiner Funktion als Organmitglied der Tochtergesellschaft Kenntnis von einer In-

<sup>354</sup> Vgl. zum *Ultra-Posse*-Grundsatz § 8 F. I.; § 11 A. II. 2. b). In Bezug auf die Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats a. A. *Schwintowski*, ZIP 2015, 617, 619: „Wissenszurechnung ersetzt die Informationsweitergabe und vermeidet folglich den Bruch etwaiger Vertraulichkeiten“; hiergegen zutreffend *Hüffer/Koch*, AktG, § 78 AktG Rn. 28, § 112 Rn. 7; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801 ff.; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 123; *J. Koch*, ZIP 2015, 1757 ff.; *Mader*, Der Konzern 2015, 476, 477 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 771; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 377; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 317, 321, 333; *Verse*, AG 2015, 413, 417; *Werner*, WM 2016, 1474 ff.

<sup>355</sup> *Dubovitskaya*, Offenlegungspflichten, S. 151 f. in Bezug auf das Persönlichkeitsrecht.

<sup>356</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 77 MAR.

siderinformation erlangt, die die Muttergesellschaft unmittelbar betrifft, stellt sich die Frage, ob in diesem Zeitpunkt die Ad-Hoc-Publizitätspflicht der Muttergesellschaft entsteht. Die Verschwiegenheitspflicht wird regelmäßig relevant, wenn es um die Zurechnung des Wissens eines Vorstandsmitglieds geht, das er in seiner Rolle als Aufsichtsratsmitglied einer anderen Konzerngesellschaft erlangt hat.<sup>357</sup> Die Verschwiegenheitspflicht spielt aber auch in der Konstellation eine Rolle, in der ein und dieselbe Person den Posten eines Vorstandsmitglieds in zwei konzernierten Gesellschaften ausübt (sog. Vorstands-Doppelmandate).<sup>358</sup>

Nach dem bisher Gesagten würde das Einzelwissen auch nur einer Leitungsperson des Emittenten dazu führen, dass die Insiderinformation veröffentlicht werden muss. Der Grund für eine solche Wissenszurechnung liegt darin, dass die Leitungsperson in der Lage ist, einen kursrelevanten Umstand als solchen zu identifizieren, um die Information sodann mit den restlichen Mitgliedern des Leitungsorgans zu teilen. Infolgedessen kann das Leitungsorgan als Gremium über die Veröffentlichung oder den Aufschub entscheiden. Wenn die wissende Führungsperson aber einer Verschwiegenheitspflicht unterliegt, würde sie diese verletzen, wenn sie den anderen Führungspersonen über die Insiderinformation berichtet.

Ob eine solche Verschwiegenheitspflicht des Doppelmandatsträgers dazu führt, dass es dem Emittenten rechtlich unmöglich ist, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu erfüllen, richtet sich danach, welches Gewicht der Verschwiegenheitspflicht im Zusammenhang mit Art. 17 MAR zukommt. Dies hängt wiederum davon ab, wie der rechtliche Rahmen, in den sie eingekleidet ist, normenhierarchisch geordnet ist. So kann für eine Auslegung des Art. 17 MAR nicht etwa auf § 93 Abs. 1 Satz 3 oder § 116 Satz 2 AktG abgestellt werden, wonach die Organmitglieder zur Verschwiegenheit über erhaltene vertrauliche Berichte und vertrauliche Beratungen verpflichtet sind. Da es sich bei § 93 Abs. 1 Satz 3 und § 116 Satz 2 AktG um nationale Vorschriften handelt, kann wegen des Anwendungsvorrangs des Unionsrechts auf ihrer Grundlage nicht bestimmt werden, ob das Interesse an Verschwiegenheit im Rahmen des Art. 17 MAR Berücksichtigung finden soll.<sup>359</sup>

Stattdessen ist die Verschwiegenheitspflicht von Doppelmandatsträgern aus Art. 16 GRCh herzuleiten, der die unternehmerische Freiheit auf unionsrechtlicher

---

<sup>357</sup> Für den Fall, dass das Wissen eines Aufsichtsratsmitglieds zugerechnet werden soll, das der Doppelmandatsträger in seiner Rolle als Vorstandsmitglied einer anderen Konzerngesellschaft erlangt hat, sei darauf hingewiesen, dass es auf Verschwiegenheitspflichten nur dann ankommt, wenn es sich um eine Insiderinformation handelt, die den Tätigkeitsbereich des Aufsichtsrats im Emittenten betrifft. Andernfalls scheidet eine Wissenszurechnung bereits wegen der fehlenden Verantwortung der Aufsichtsratsmitglieds aus, ohne dass es zusätzlich auf seine Verschwiegenheitspflicht ankäme, vgl. § 12 A.

<sup>358</sup> Vgl. hierzu *Passarge*, NZG 2007, 441 ff.

<sup>359</sup> Wie hier *Breuer*, Wissen, S. 170, 184, der aber zugleich auf „kompetenzrechtliche“ Schranken hinweist; a. A. *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 313 f. unter Verweis auf Art. 17 Abs. 8 Satz 2 MAR; *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 203 ff.

Ebene verbürgt.<sup>360</sup> Im Hinblick auf den persönlichen Schutzbereich muss es sich um ein „Unternehmen“ („business“/„enterprise“) handeln. Darunter fällt, ähnlich dem Unternehmensbegriff des Art. 101 AEUV,<sup>361</sup> jede Einheit, unabhängig von Rechtsform und Finanzierungsart, die eine wirtschaftliche Tätigkeit ausübt, also Güter und Dienstleistungen auf einem Markt anbietet.<sup>362</sup> Träger des Grundrechts können sowohl natürliche als auch juristische Personen sein.<sup>363</sup> So kommen im Falle einer Konzernierung, im Rahmen derer die Verschwiegenheitspflicht eine wesentliche Rolle spielt, gleich mehrere Einheiten in Betracht, die sich in personeller Hinsicht auf Art. 16 GRCh berufen könnten. Zum einen kann die Tochtergesellschaft, in der der Doppelmandatsträger den Posten eines Organmitglieds innehat, dadurch betroffen sein, dass Informationen an den Mutter-Emittenten, in dem er ebenfalls Organmitglied ist, weitergegeben werden. Zum anderen widerspricht ein solcher Informationsfluss auch dem Willen des Mutter-Emittenten, der in solcher Weise nicht auf Informationen der Tochtergesellschaft zugreifen möchte. Schließlich ist auch der gesamte Konzern als „Unternehmen“ betroffen,<sup>364</sup> da eine Ad-Hoc-Publizitätspflicht, die an das Wissen eines Doppelmandatsträgers anknüpft, zu Informationsflüssen zwingen würde, die von dem Konzern andernfalls nicht durchgeführt worden wären.

In sachlicher Hinsicht umfasst der Schutzbereich der unternehmerischen Freiheit nach Art. 16 GRCh „die Freiheit, eine Wirtschafts- oder Geschäftstätigkeit auszuüben“.<sup>365</sup> Geschützt werden daher neben der Aufnahme und Beendigung der unternehmerischen Betätigung alle Aspekte ihrer Durchführung.<sup>366</sup> Gleiches gilt für die Art und Weise, wie man sein Unternehmen führt und betreibt, insbesondere für die Verfügung über die wirtschaftlichen, technischen und finanziellen Ressourcen.<sup>367</sup> Daher werden auch Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse gegenüber Offenlegungspflichten geschützt, da sie für eine unternehmerische Tätigkeit schlichtweg konsti-

<sup>360</sup> Vgl. auch *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG, S. 217, 230, der auf Art. 49 SE-VO abstellt.

<sup>361</sup> *Bernsdorff*, in: Meyer/Hölscheidt, GRCh, Art. 16 Rn. 11.

<sup>362</sup> *Jarass*, GRCh, Art. 16 Rn. 8 m. w. N.

<sup>363</sup> EuGH, Urt. v. 17. 10. 2013, C-101/12, ECLI:EU:C:2013:661, Rn. 26 – *Schaible*, DÖV 2014, 41; *Kühling*, in: Pechstein/Nowak/Häde, Frankfurter Kommentar EUV/GRC/AEUV, Art. 16 GRC Rn. 5.

<sup>364</sup> Zur Unternehmenseigenschaft eines Konzerns vgl. *Grave/Nyberg*, in: Loewenheim/Meessen/Riesenkampff/Kersting/Meyer-Lindemann, Kartellrecht, Art. 101 AEUV Rn. 119, 156 ff.; *Zimmer*, in: Immenga/Mestmäcker, Wettbewerbsrecht, Art. 101 AEUV Rn. 28.

<sup>365</sup> EuGH, Urt. v. 22. 1. 2013, C-283/11, ECLI:EU:C:2013:28, Rn. 42 – *Sky Österreich*, EuZW 2013, 347 m. Anm. *Ziegenhorn*; EuGH, Urt. v. 18. 6. 2013, C-426/11, ECLI:EU:C:2013:521, Rn. 32 – *Alemo Herron*; EuGH, Urt. v. 17. 10. 2013, C-101/12, ECLI:EU:C:2013:661, Rn. 25 – *Schaible*, DÖV 2014, 41; *Sasse*, EuR 2012, 628 f.

<sup>366</sup> *Frenz*, HdB Europarecht, Bd. 4, Rn. 2693 f.; *Jarass*, GRCh, Art. 16 Rn. 10.

<sup>367</sup> EuGH, Urt. v. 27. 3. 2014, C-314/12, ECLI:EU:C:2014:192, Rn. 49 – *UPC Telekabel Wien*, NJW 2014, 1577; *Jarass*, GRCh, Art. 16 Rn. 10.

tuierend sind.<sup>368</sup> Dazu gehören unter anderem Informationen, die einem Organmitglied mitgeteilt werden und deshalb vertraulich zu behandeln sind.<sup>369</sup> Insoweit ist die unternehmerische Freiheit des Gesamtkonzerns wie auch der einzelnen Rechtsträger betroffen, wenn ein Doppelmandatsträger, dem in seiner Rolle als Organmitglied in der Tochtergesellschaft ein Betriebs- und Geschäftsgeheimnis mitgeteilt wurde, die Information in seiner Rolle als Organmitglied des Mutter-Emittenten mit den anderen Führungsmitgliedern teilen müsste, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Mutter-Emittenten zu erfüllen.

## II. Abwägung mit Zielen der Ad-Hoc-Publizität

Die unternehmerische Freiheit nach Art. 16 GRCh gilt nicht absolut, sondern kann nach Maßgabe des Art. 52 GRCh beschränkt werden.<sup>370</sup> Daher kann die Veröffentlichungspflicht des Emittenten nach Art. 17 MAR im Ausgangspunkt eine taugliche Schranke der unternehmerischen Freiheit sein. Da weder die Ziele der Ad-Hoc-Publizität noch die unternehmerische Freiheit absolute Geltung beanspruchen, ist unter Wahrung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit im Fall der Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse zu entscheiden, welches Interesse der Unionsgesetzgeber stärker gewichtet (vgl. Art. 52 Abs. 1 Satz 2 GRCh).

Die Verschwiegenheitspflicht von Organmitgliedern ist das „notwendige Korrelat“ zu ihren Informationsrechten, die wiederum für die effektive Wahrnehmung

---

<sup>368</sup> EuGH, Urt. v. 11. 7. 2006, C-205/03 P, ECLI:EU:C:2006:453, Rn. 25 – FENIN, EuZW 2006, 600 m. Anm. *Scheffler*; ferner EuGH, Urt. v. 18. 3. 1997, C-343/95, ECLI:EU:C:1997:160, Rn. 16 – Calì; EuGH, Urt. v. 18. 6. 1998, C-35/96, ECLI:EU:C:1998:303, Rn. 36 – Italien; EuGH, Urt. v. 24. 10. 2002, C-82/01 P, ECLI:EU:C:2002:617, Rn. 79 – Aéroports de Paris; EuGH, Urt. v. 1. 6. 2008, C-49/07, ECLI:EU:C:2008:376, Rn. 22 – MOTOE; EuG, Urt. v. 4. 3. 2003, T-319/99, ECLI:EU:T:2003:50, Rn. 36 f. – Fenin; *Jarass*, GRCh, Art. 16 Rn. 10; *Wollenschläger*, in: v. d. Groeben/Schwarze/Hatje, Europäisches Unionsrecht, Art. 16 GRCh Rn. 8 (unter Hinweis, dass auch Zuordnung zu Eigentumsfreiheit nach Art. 17 GRCh möglich ist); *Kühling*, in: Pechstein/Nowak/Häde, Frankfurter Kommentar EUV/GRC/AEUV, Art. 16 GRC Rn. 9. Als Bestandteil der Berufsfreiheit EuGH, Beschl. v. 23. 9. 2004, C-435/02, ECLI:EU:C:2004:552, Rn. 49 – Springer. Als eigenständiger allgemeiner Rechtsgrundsatz EuGH, Urt. v. 24. 6. 1986, C-53/85, ECLI:EU:C:1986:256, Rn. 28 – AKZO und EuGH, Urt. v. 19. 5. 1994, C-36/92 P, ECLI:EU:C:1994:205, Rn. 37 – SEP; später bestätigt durch EuGH, Urt. v. 14. 2. 2008, C-450/06, ECLI:EU:C:2008:91, Rn. 48 f. – Varec (unter paralleler Abstützung auf Art. 8 EMRK); *Oliver*, 46 CMLR (2009), 1443, 1471 ff.

<sup>369</sup> *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 55; *Hölters*, in: Hölters, AktG, § 93 Rn. 136; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 134. Zum Verhältnis zwischen Insiderinformation und Geschäftsgeheimnissen *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 130 ff.

<sup>370</sup> Zu nationalen Grenzen der Verschwiegenheitspflicht, wo eine mögliche Kollision von Art. 17 Abs. 1 MAR und §§ 116 Satz 1, 93 Abs. 1 Satz 3 AktG infrage steht, *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 260 ff., S. 275 ff.

ihrer Aufgaben unerlässlich sind.<sup>371</sup> Es sind demnach nicht nur die wirtschaftlichen Nachteile eines Unternehmens infolge einer Veröffentlichung vertraulicher Informationen, die dafür sprechen, dass die unternehmerische Freiheit überwiegt. Vielmehr würde die offene Diskussion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat einer Gesellschaft oder der Vorstandsmitglieder untereinander (so beim Vorstands Doppelmandat) wesentlich beeinträchtigt, wenn das Organmitglied verpflichtet wäre, diese Informationen mit Organmitgliedern einer anderen Gesellschaft zu teilen. Eine „umfassende Wahrung der Vertraulichkeit“ wäre nicht mehr sichergestellt.<sup>372</sup> Daher stellt der Informationsaustausch zwischen Organmitgliedern einer Gesellschaft eine wichtige Ressource des Unternehmens dar, die wegfallen würde, wenn man den Emittenten zur Veröffentlichung solcher Informationen verpflichtet. So ist die gewünschte enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit von Organmitgliedern ohne strikte Beachtung der Verschwiegenheitspflicht undenkbar.<sup>373</sup> Dagegen ist der Nachteil für den Kapitalmarkt nicht größer, als wenn das Organmitglied kein Doppelmandat wahrnehmen würde.<sup>374</sup> Andernfalls müsste aus Art. 17 MAR gefolgert werden, dass Organmitglieder Doppelmandate bekleiden müssen, um möglichst viele Insiderinformationen aufzuspüren. Gerade das verlangt die Ad-Hoc-Publizitätspflicht aber nicht.

Wenn Art. 16 GRCh insoweit der Vorrang gegenüber Art. 17 MAR einzuräumen ist, erwartet der Unionsgesetzgeber von dem Emittenten nicht, dass dieser vertrauliche Informationen veröffentlicht. Aus diesem Grund kann dem Emittenten das Wissen eines Organmitglieds nicht zugerechnet werden, wenn es um eine Information geht, die vertraulich zu behandeln ist.<sup>375</sup> Andernfalls sähe sich der Doppelmandatsträger gezwungen, gegen die Verschwiegenheitspflicht zu verstoßen, indem er die vertrauliche Information mit den übrigen Mitgliedern der Führungsebene zu Veröffentlichungszwecken teilt.

Bei alledem gibt es aber auch Konstellationen, in denen es die unternehmerische Freiheit nach Art. 16 GRCh gebietet, dass Informationen weitergeleitet werden.<sup>376</sup> So hat der Informationsfluss etwa besondere Bedeutung für die Funktionsfähigkeit eines faktischen Konzerns.<sup>377</sup> Dort liegt es im Interesse der abhängigen Gesellschaft, wenn das herrschende Unternehmen über die Verhältnisse in der abhängigen Ge-

<sup>371</sup> BGH NJW 2016, 2569, Rn. 32; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 52; *Hüffer/Koch*, AktG, § 116 Rn. 9; *Wilsing/v. d. Linden*, ZHR 178 (2014), 419, 422 ff.; jeweils in Bezug auf den Aufsichtsrat.

<sup>372</sup> Ziff. 3.5 DCGK in Bezug auf den Aufsichtsrat.

<sup>373</sup> BGH NZG 2014, 423, Rn. 76; *Hüffer/Koch*, AktG, § 116 Rn. 9.

<sup>374</sup> *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 309.

<sup>375</sup> OLG Celle, BeckRS 2011, 141384, Rn. 28; *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2016, 2540, 2541. Generell in Bezug auf die Wissenszurechnung im deutschen Zivilrecht *Seidel*, Wissenszurechnung, S. 188 ff., 295.

<sup>376</sup> In diese Richtung auf nationaler Ebene auch *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 206.

<sup>377</sup> *J. Vetter*, in: 50 Jahre AktG, 231, 252.

sellschaft informiert ist, bevor es darüber entscheidet, seinen Einfluss auszuüben.<sup>378</sup> Es würde also die unternehmerische Freiheit des faktischen Konzerns beeinträchtigen, wenn man eine Verschwiegenheitspflicht der Organmitglieder fordern würde. Insoweit können Beschränkungen der Verschwiegenheitspflicht gerechtfertigt sein.<sup>379</sup> Dementsprechend würde auch die Schranke für die Wissenszurechnung im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität wegfallen. Allerdings wird im Hinblick auf Doppelmandate offenbar an einer Verschwiegenheitspflicht festgehalten.<sup>380</sup> Einzelheiten müssen einer weitergehenden Untersuchung vorbehalten bleiben.<sup>381</sup>

## C. Individualschutz

### I. *Nemo-Tenetur*-Grundsatz

#### 1. Gegenstand und Abgrenzung

Neben dem Vertraulichkeitsinteresse, das dem Schutz der unternehmerischen Freiheit dient, können auch individuelle Belange der unternehmensangehörigen Personen beachtlich sein, wenn es darum geht, die Reichweite der Wissenszurechnung für die Zwecke der Ad-Hoc-Publizität zu bestimmen.

Dazu gehört etwa das Interesse eines Mitglieds des Vorstands, des Aufsichtsrats oder des Ad-Hoc-Gremiums, einen eigenen Regelverstoß vor anderen Unternehmensangehörigen geheim zu halten. Denn würde die betroffene Person ihr Wissen mit den übrigen Gremiumsmitgliedern teilen, würden diese die Veröffentlichung für den Emittenten vornehmen, die wiederum eine staatliche Verfolgung des Regelverstoßes zum Nachteil des Täters zur Folge hätte.<sup>382</sup> Könnte sich der Mitarbeiter nach Maßgabe des *Nemo-Tenetur*-Grundsatzes hingegen darauf berufen, dass er nicht daran mitwirken muss, sein eigenes Fehlverhalten aufzudecken, wäre es dem Emittenten rechtlich unmöglich, auf diese Insiderinformation zuzugreifen. Konsequenterweise könnte der Emittent die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nicht erfüllen, wenn sie in dem Zeitpunkt entsteht, in dem nur der Täter des Regelverstoßes von der Insiderinformation Kenntnis hat.<sup>383</sup> Daher würde die Zurechnung des Täterwissens die Veröffentlichungspflicht des Emittenten nicht auslösen, wenn sich herausstellen

<sup>378</sup> *Löbke*, Unternehmenskontrolle im Konzern, S. 113; *Mader*, Der Informationsfluss, 427 f.

<sup>379</sup> *Dittmar*, AG 2013, 498, 500 ff.; *Hopt/Roth*, in: GK-AktG, § 116 Rn. 203 ff.; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 116 Rn. 42.

<sup>380</sup> S. etwa *Hüffer/Koch*, AktG, § 311 Rn. 36 f. m. w. N.

<sup>381</sup> Eingehend etwa *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 323 ff.; *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 134 ff.; *J. Bauer/Schmidt-Bendun*, in: FS Wegen, 105 ff.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 325 ff.

<sup>382</sup> *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68.

<sup>383</sup> *Buck-Heeb*, in: BeckOK-WpHR, Art. 17 VO (EU) 596/2014 Rn. 103; *Bunz*, NZG 2016, 1249, 1252.

sollte, dass der Gesetzgeber das Interesse des Mitarbeiters, an der Aufdeckung des eigenen Regelverstößes nicht mitwirken zu müssen, stärker gewichtet als die Vorteile, die sich aus einer Bekanntgabe des Regelverstößes ergeben würden.<sup>384</sup>

## 2. Reichweite des *Nemo-Tenetur*-Grundsatzes im Unionsrecht

Inwieweit der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz im Rahmen des Art. 17 MAR Wirkung entfaltet, lässt sich nur bestimmen, wenn sein Regelungsgehalt auf unionaler Ebene bestimmt worden ist.<sup>385</sup> Das Selbstbelastungsverbot ist zwar an keiner Stelle explizit genannt. Es wird aber einhellig sowohl aus Art. 6 EMRK<sup>386</sup> als auch aus Art. 47 f. GRCh hergeleitet.<sup>387</sup> Insbesondere zu Art. 6 EMRK existiert eine ausdifferenzierte Rechtsprechung des EGMR, die über Art. 52 Abs. 3 GRCh auch für die Auslegung der Art. 47 f. GRCh maßgeblich ist, in deren Lichte die Reichweite der Ad-Hoc-Publizität nach Art. 17 MAR zu bestimmen ist.<sup>388</sup> Nach Art. 6 Abs. 1 Satz 1 EMRK bzw. Art. 47 f. GRCh hat jede Person ein Recht darauf, dass über eine gegen sie erhobene strafrechtliche Anklage von einem unabhängigen und unparteiischen, auf Gesetz beruhenden Gericht in einem fairen Verfahren, öffentlich und innerhalb angemessener Frist verhandelt wird. Nach der Rechtsprechung des EGMR umfasst

<sup>384</sup> Zum *Nemo-Tenetur*-Grundsatz als Grenze der Wissenszurechnung s. auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 322. Wohl a. A. *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1154: „Nicht die Ad-hoc-Pflicht des Emittenten steht im Konflikt mit dem Nemo-tenetur-Grundsatz, sondern die bußgeldrechtliche Verantwortung des Organmitglieds (§ 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. a und Nr. 6 WpHG i. V.m. § 9 OWiG). Der Konflikt ist daher nicht auf der Ebene der Ad-hoc-Pflicht aufzulösen, sondern auf der des Ordnungswidrigkeitenrechts“ – gleichzeitig aber: „Die Ad-hoc-Pflicht des Emittenten bleibt bestehen, dem Organmitglied ist aber regelmäßig nicht zumutbar, an ihrer Erfüllung mitzuwirken“. Die Frage der Zurechnung von Wissen eines Vorstandsmitglieds um den eigenen Regelverstoß ist von anderen verwandten Themengebieten abzugrenzen, die dem Problem der Wissenszurechnung nachgelagert sind, vgl. *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 402. Zum einen stellt sich das eigenständige Problem, ob – eine Wissenszurechnung unterstellt – die Veröffentlichungspflicht des Emittent besteht, obwohl er sich damit selbst belasten würde, und ob das Vorstandsmitglied gezwungen sein darf, sich durch die Vornahme der Veröffentlichung selbst zu bezichtigen (dagegen *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 76; in diese Richtung auch *Seibt/Cziupka*, AG 2015, 93, 103; zu beidem *Bekritsky*, BKR 2021, 340, 346 f.). Zum anderen stellt sich die Frage, ob der Täter bei der Strafverfolgung durch Verwertungsverbote zu schützen ist, weil die Tat erst aufgrund der Ad-Hoc-Meldung bekannt geworden ist (dafür *Hart-Hönig*, in: FS Schiller, 2014, S. 281, 300 ff.; *Gleß*, in: FS Beulke, S. 723, 733 f.; noch anders, für dauerhafte Lösung über die Möglichkeit der Selbstbefreiung, *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 413).

<sup>385</sup> Für eine Behandlung auf nationaler Ebene vgl. *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 315 ff.

<sup>386</sup> EGMR, Urt v. 3. 5. 2001, 31827/96, Ls. 3 – J.B., NJW 2002, 499: „Auch wenn das in Art. 6 I EMRK nicht ausdrücklich gesagt ist, entspricht das Recht, zu schweigen und sich nicht selbst zu beschuldigen, international allgemein anerkannten Grundsätzen und ist ein Kernstück des von Art. 6 Abs. 1 EMRK garantierten fairen Verfahrens.“ S. auch *Meyer-Ladewig/Harrendorf/König*, in: Meyer-Ladewig/Nettesheim/v. Raumer, EMRK, Art. 6 Rn. 129 m. w. N.

<sup>387</sup> *Eser/Kubicjel*, in: Meyer/Hölscheidt, GRCh, Art. 48 Rn. 12; *Schröder*, in: Pechstein/Nowak/Häde, Frankfurter Kommentar EUV/GRC/AEUV, Art. 48 GRC Rn. 16.

<sup>388</sup> Vgl. Erwägungsgrund Nr. 77 MAR.



das in dieser Vorschrift statuierte „Recht auf ein faires Verfahren“ das Recht, sich nicht selbst belasten zu müssen (*Nemo-Tenetur*-Grundsatz).<sup>389</sup> Das Selbstbelastungsverbot gilt insbesondere auch für die Pflicht, Informationen vorzulegen.<sup>390</sup>

Dabei ist der *Nemo-Tenetur* Grundsatz, wie er nach Maßgabe der Art. 6 Abs. 1 EMRK, Art. 47 f. GRCh verstanden wird, nicht darauf begrenzt, was nach mitgliedstaatlichem Verständnis unter einem strafrechtlichen Verfahren verstanden wird. Denn das Merkmal der „strafrechtlichen“ Anklage i. S. d. Art. 6 Abs. 1 EMRK und Art. 48 Abs. 2 GRCh ist autonom auszulegen.<sup>391</sup> Entscheidend ist, ob die Sanktion nach ihrer „Art und Schwere“ ein solches Gewicht annimmt, das es rechtfertigt, dem Betroffenen zu gestatten, nicht an der eigenen Verfolgung mitwirken zu müssen.<sup>392</sup> Insoweit muss es sich bei dem Regelverstoß des Mitarbeiters nicht unbedingt um eine Tat handeln, die nach nationalem Verständnis als dem Strafrecht zugehörig angesehen wird. Vielmehr stellen auch verwaltungsrechtliche Sanktionen, insbesondere Geldbußen, eine „strafrechtliche“ Verfolgung i. S. d. Unions- und Konventionsrechts dar.<sup>393</sup> Daher kommt das Selbstbelastungsverbot des Mitarbeiters, und damit einhergehend die rechtliche Unmöglichkeit der Ad-Hoc-Publizität für den Emittenten, bei jedem Compliance-Verstoß in Betracht, der eine behördliche Sanktion nach sich zieht.<sup>394</sup>

Ob ein Mitarbeiter den anderen Gremiumsmitgliedern Informationen über den eigenen Regelverstoß vorenthalten kann, hängt von einer weiteren Besonderheit ab. Möglicherweise handelt es sich in dem infrage stehenden Zeitpunkt nämlich noch nicht um eine „Anklage“ (vgl. Art. 6 EMRK und Art. 48 Abs. 2 GRCh) oder ein „Verfahren“ (vgl. Art. 47 Abs. 2 GRCh). So sieht sich der Mitarbeiter, der über seinen noch unentdeckten Compliance-Verstoß Stillschweigen bewahrt, keiner Strafverfolgungsbehörde gegenüber, derer er seine Mitwirkung an der Aufklärung

<sup>389</sup> EGMR, Urt. v. 3. 5. 2001, 31827/96, Ls. 3 – J.B., NJW 2002, 499.

<sup>390</sup> Jarass, GRCh, Art. 48 Rn. 27.

<sup>391</sup> EGMR, Urt. v. 3. 5. 2001, 31827/96, Ls. 1 – J.B., NJW 2002, 499. S. dazu auch W. Weiß, NJW 1999, 2236 ff.

<sup>392</sup> EuGH, Urt. v. 2. 2. 2021, C-481/19, ECLI:EU:C:2021:84, Rn. 42 f. – Consob, NZG 2021, 295; EGMR, Urt. v. 3. 5. 2001, 31827/96, Ls. 1, Rn. 44 – J.B., NJW 2002, 499; EGMR, Urt. v. 4. 3. 2014, 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10, 18698/10, Rn. 94 ff., insb. Rn. 97 – Grande Stevens, NJOZ 2015, 712.

<sup>393</sup> EuGH, Urt. v. 2. 2. 2021, C-481/19, ECLI:EU:C:2021:84, Rn. 44 f. – Consob, NZG 2021, 295; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 81; Bekritsky, BKR 2021, 340, 346; EGMR, Urt. v. 21. 2. 1984, ohne Az., Rn. 50 ff., insb. Rn. 53 – Öztürk, NJW 1985, 1273: „Mögen die Geldbußen in mancher Hinsicht weniger belastend erscheinen als Geldstrafen, so haben sie dennoch den Charakter einer Bestrafung beibehalten, durch den sich strafrechtliche Sanktionen gewöhnlich auszeichnen“; EGMR, Urt. v. 3. 5. 2001, 31827/96, Ls. 2 – J.B., NJW 2002, 499; EGMR, Urt. v. 4. 3. 2014, 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10, 18698/10, Rn. 97 f. – Grande Stevens, NJOT 2015, 712. Vgl. auch § 5 B. IV.

<sup>394</sup> Vgl. auch Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 82, allerdings in Bezug auf den Compliance-Verstoß des Emittenten.



verweigern könnte. Jedoch sind auch die Begriffe der „Anklage“ und des „Verfahrens“ autonom auszulegen, weswegen weder eine formelle Anklage erhoben noch ein zur Anklage führendes Verfahren eingeleitet sein muss, damit der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz Wirkung entfaltet.<sup>395</sup> Vielmehr greift das Selbstbelastungsverbot schon dann ein, wenn der Betroffene aufgrund einer Offenlegung der entsprechenden Informationen „damit rechnen muss, strafrechtlich belangt zu werden“.<sup>396</sup> Damit schützt der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz eine Person generell davor, Informationen preisgeben zu müssen, mit denen sie „aktiv“ an einer späteren Verfolgung mitwirken würde.<sup>397</sup> Folglich ist davon auch das Stadium erfasst, in dem sich der Mitarbeiter noch nicht Ermittlern einer Strafverfolgungsbehörde gegenübersteht, sondern durch die Informationsweitergabe Gefahr läuft, sich künftigen Ermittlungen auszusetzen.

Daher kann gegen die Anwendbarkeit des *Nemo-Tenetur*-Grundsatzes in einer Konstellation, in der ein Mitglied gegenüber dem restlichen Gremium über seinen eigenen Regelverstoß berichten müsste, nicht entgegengesetzt werden, dass es sich lediglich um ein Privatrechtsverhältnis zwischen Organmitglied und Emittent handelt.<sup>398</sup> Dieser Einwand würde nur dann zutreffen, wenn der Emittent nicht seinerseits verpflichtet wäre, die Information nach Art. 17 Abs. 1 MAR an die Öffentlichkeit heranzutragen. In dieser Konstellation geht es nicht darum, ob das Schweigerecht einem privatrechtlichen Informationsanspruch entgegensteht, sondern darum, ob der Emittent nach Art. 17 MAR zu einem Zugriff auf Informationen verpflichtet werden kann, durch deren Weitergabe sich ein Mitarbeiter der Strafverfolgung aussetzen würde. Da der Ordnungsgeber von dem Emittenten nicht verlangen kann, dass er eine Information dadurch veröffentlicht, dass er das Selbstbelastungsverbot eines Mitarbeiters übergeht, kann der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz vorliegend eine Schranke für die Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 MAR darstellen.<sup>399</sup>

### 3. Abwägungskriterien

Genauso wenig wie die Veröffentlichungspflicht des Art. 17 MAR gilt auch der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz absolut. So können die in Art. 47f. GRCh garantierten

<sup>395</sup> W. Weiß, NJW 1999, 2236.

<sup>396</sup> S. Roth, ZStrR 2011, 296, 311 m. w. N. So hat der EGMR bereits die Verpflichtung einer Person, bei einem Verhör durch eine Finanzbehörde anwesend zu sein, um Fragen zum Tatvorwurf zu beantworten, als Verstoß gegen Art. 6 Abs. 1 Satz 1 EMRK angesehen, wenn die Finanzbehörden die Informationen an die strafrechtlichen Ermittlungsbehörden weitergeben dürfen; EGMR, Urt. v. 4. 10. 2005, 6563/03 – Funke.

<sup>397</sup> EuGH, Urt. v. 2. 2. 2021, C-481/19, ECLI:EU:C:2021:84, Rn. 44 f. – Consob, NZG 2021, 295; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, Art. 17 VO Nr. 596/2014 Rn. 81; Bekritsky, BKR 2021, 340, 346; S. Roth, ZStrR 2011, 296, 312.

<sup>398</sup> So aber Sajnovits, WM 2016, 765, 772; Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89 mit Fn. 1. In diese Richtung auch Breuer, Wissen, S. 215 f.: „erheblich geringere Zwangswirkung“ von vertraglichen Pflichten; ebenso Fietz, Wissenszurechnung, S. 211 f.

<sup>399</sup> Bekritsky, BKR 2021, 340, 346 f.

Rechte nach Maßgabe des Art. 52 Abs. 1 GRCh eingeschränkt werden. Auch im Hinblick auf Art. 6 EMRK nimmt der EGMR eine Abwägung der widerstreitenden Interessen vor.<sup>400</sup> So ist in jedem Einzelfall zu ermitteln, ob die staatliche Maßnahme oder Sanktion in den Wesensgehalt des Rechts auf Selbstbelastungsfreiheit eingreift.<sup>401</sup> Daher ist zu entscheiden, ob dem Selbstbelastungsverbot eines Organmitglieds oder eines Mitglieds des Ad-Hoc-Gremiums der Vorzug vor dem Informationsinteresse der Anleageröffentlichkeit zu geben ist. Dabei kann man sich an der bereits ergangenen Rechtsprechung des EGMR orientieren, deren Aussagegehalt nicht auf Art. 6 EMRK beschränkt ist, sondern nach Art. 52 Abs. 3 GRCh auch relevant ist, wenn es um die Reichweite des Schutzes nach Art. 47 f. GRCh geht.

An welchen Kriterien sich der EGMR orientiert, um einen Verstoß gegen das Selbstbelastungsverbot zu beurteilen, demonstriert die Entscheidung *O'Halloran u. Francis./Vereinigtes Königreich*.<sup>402</sup> Dort hatte der Gerichtshof darüber zu befinden, ob ein Fahrzeughalter, nachdem seine Geschwindigkeitsüberschreitung durch die Strafverfolgungsbehörden festgestellt wurde, mit einem Strafgehalt gezwungen werden durfte, die nach britischem Recht vorgesehene Fahrerauskunft zu geben. Der Gerichtshof sah darin keine Verletzung des *Nemo-Tenetur*-Grundsatzes.<sup>403</sup> Erstens sei ein vergleichsweise geringer Sanktionsrahmen für den Fall angesetzt, dass jemand die gesetzlich geforderte Fahrerauskunft verweigere. Zweitens handele es sich bei einer Auskunft über die Identität des Fahrers nur um einen begrenzten Untersuchungsgegenstand. Und drittens berücksichtigte der Gerichtshof, dass der Führer eines Kraftfahrzeugs durch die Teilnahme am Straßenverkehr zumindest konkludent bestimmten Pflichten zugestimmt hat, die sich für ihn aus den entsprechenden gesetzlichen Regelungen ergeben.

#### 4. Anwendung auf Art. 17 MAR

Wenn man diese Kriterien auf die Ad-Hoc-Publizität von Regelverstößen eines Mitglieds des Vorstands, des Aufsichtsrats oder eines Ad-Hoc-Gremiums anwendet, so gelangt man jedenfalls unter Rekurs auf die ersten beiden Erwägungen des Sanktionsrahmens und des Umfangs der geforderten Informationen nicht zu dem Ergebnis, dass der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz hinter die Ad-Hoc-Publizitätspflicht zurücktritt. Was die erste Erwägung des Sanktionsrahmens anbelangt, treffen den-

---

<sup>400</sup> Vgl. eingehend EGMR, Urt. v. 29. 6. 2007, 15809/02, 25624/02, Rn. 45 ff. – O'Halloran, NJW 2008, 3549 mit einer umfassenden Übersicht über die Rechtsprechung des EGMR zum Recht auf Selbstbelastungsfreiheit. Hierzu und zum Folgenden eingehend Gehling, ZIP 2018, 2008, 2011.

<sup>401</sup> Vgl. EGMR, Urt. v. 29. 6. 2007, 15809/02, 25624/02, Rn. 55 – O'Halloran, NJW 2008, 3549.

<sup>402</sup> EGMR, Urt. v. 29. 6. 2007, 15809/02, 25624/02 – O'Halloran, NJW 2008, 3549 mit Überblick über die relevante Rechtsprechung des EGMR zum *Nemo-Tenetur*-Grundsatz; s. auch Gehling, ZIP 2018, 2008, 2011.

<sup>403</sup> Vgl. auch EGMR, Urt. v. 8. 4. 2004, 38544/97 – Weh, ÖstJZ 2004, 853.

jenigen, der Regelverstöße in der Position eines Vorstandsmitglieds oder einer vergleichbar verantwortlichen Person begeht, regelmäßig einschneidende Rechtsfolgen. Dies wird jedenfalls für solche Fälle anzunehmen sein, in denen die Zuwiderhandlung beruflich veranlasst ist, wie etwa bei Compliance-Verstößen. Im Falle von Regelverstößen, die der Täter nicht in Verrichtung seiner unternehmerischen Tätigkeit begangen hat, kommt es auf die jeweiligen Konsequenzen an, die mit der Tat einhergehen.

Im Hinblick auf die Rechtsfolgen eines Verstoßes ergibt sich außerdem der folgende Zusammenhang mit den sonstigen Voraussetzungen der Ad-Hoc-Publizitätspflicht: Sollten die Rechtsfolgen des Verstoßes nicht schwerwiegend sein, liegt es nahe, dass es an der Kursrelevanz dieses Ereignisses und damit bereits an einer Insiderinformation i. S. d. Art. 7 MAR fehlt.<sup>404</sup> Denn Verstöße einer verantwortlichen Person innerhalb des Emittenten erregen regelmäßig dadurch kapitalmarktrelevantes Aufsehen, dass sie zu einem (Reputations-)Schaden für den Emittenten führen.<sup>405</sup> Sollte dem aber nicht so sein, weil die Folgen der Zuwiderhandlung nicht gravierend sind, würde die Veröffentlichungspflicht des Emittenten bereits daran scheitern, dass keine Insiderinformation existiert, ohne dass es auf das Selbstbelastungsverbot des Täters ankäme. Ist in dem Regelverstoß aber ein kursrelevantes Ereignis zu sehen, spricht viel dafür, dass die Rechtsfolge der Zuwiderhandlung nach ihrer Art und ihrem Ausmaß eine solche ist, die eine Anwendung des *Nemo-Tenetur*-Grundsatzes verlangt, da sie ansonsten keine hinreichende Aufmerksamkeit auf dem Kapitalmarkt erlangen würde. Hat man also das Vorliegen einer Insiderinformation bejaht, spricht die Art und Schwere der Rechtsfolgen für ein Überwiegen des *Nemo-Tenetur*-Grundsatzes.

Hinsichtlich der zweiten Erwägung, die darauf abstellt, welche Informationen von dem Betroffenen verlangt werden, umfasst eine Insiderinformation keine beschränkten Einzelangaben, sondern den gesamten Sachverhalt, der zu einem wesentlichen Kursausschlag führen kann. Wenn demnach eine verantwortliche Person einen Regelverstoß begangen hat, würde eine diesbezügliche Insiderinformation im Falle ihrer Veröffentlichung vor allem Auskunft über die Art und Weise des Verstoßes geben, da dies den Informationsgehalt darstellt, der letztlich den Kursauschlag nach sich ziehen würde.<sup>406</sup> Daher tritt das Interesse eines verantwortlichen Mitarbeiters, sich nicht selbst belasten zu müssen, auch nicht mit der Erwägung zurück, es handele sich bei der Veröffentlichung von Insiderinformationen nur um einen beschränkten Untersuchungsgegenstand.

Jedoch kann die dritte Erwägung der Freiwilligkeit das Einfallstor dafür bieten, das Interesse der Öffentlichkeit an dem Regelverstoß stärker zu gewichten als das Selbstbelastungsverbot der verantwortlichen Person. Denn wie der Autofahrer in *O'Halloran u. Francis./ Vereinigtes Königreich* entscheidet sich auch der im Rahmen

<sup>404</sup> S. hierzu auch *Bunz*, NZG 2016, 1249, 1254.

<sup>405</sup> *Habersack*, AG 2020, 697, Rn. 23.

<sup>406</sup> S. auch *Gehling*, ZIP 2018, 2008, 2011.

des Art. 17 MAR verantwortliche Mitarbeiter dafür, in einem kapitalmarktorientierten Unternehmen eine hohe Position einzunehmen, mit der die Anlegeröffentlichkeit den Emittenten identifiziert. Und wenn er sich freiwillig in ein Territorium begibt, in dem sein Fehlverhalten nicht nur die Behörden, sondern auch den Finanzmarkt interessiert und in dem er für seine Tätigkeit hinreichend entlohnt wird, sinkt die Eingriffsintensität einer Offenlegung seiner Verstöße. Der Aspekt, dass sich jemand freiwillig in den Bereich bestimmter Pflichten begibt, liefert zudem einen Anknüpfungspunkt, um eine Abstufung hinsichtlich beruflich veranlasster Verstöße und sich privat ereignender Zuwiderhandlungen anzustellen. Ist es gerade die Tätigkeit, die den Mitarbeiter mit dem Emittenten verbindet und ist es insbesondere seine berufliche Leistung, die den Ausschlag darüber gibt, wie sehr sich die Anlegeröffentlichkeit für einen etwaigen Verstoß interessiert, wiegt die Erwägung der Freiwilligkeit im Zusammenhang mit beruflich veranlassten Zuwiderhandlungen mehr als bei Verstößen im privaten Bereich. Denn in das letztgenannte private Territorium hat sich der Mitarbeiter nicht freiwillig hineinbegeben und wird dafür auch nicht entlohnt.

Allerdings folgt aus dem Aspekt der Freiwilligkeit auch bei beruflich veranlassten Verstößen nicht zwangsläufig, dass das Selbstbelastungsverbot der verantwortlichen Person hinter dem Informationsinteresse des Kapitalmarkts zurücktritt. Vielmehr stellen alle drei Erwägungen, das heißt der Sanktionsrahmen, die verlangte Informationsdichte und die Freiwilligkeit, Anhaltspunkte dar, die in ihrer Gesamtheit zu würdigen sind, wenn es darum geht, welchen Belangen der Vorzug zu geben ist. So bejahte der EGMR in *Saunders./Vereinigtes Königreich* einen Verstoß gegen den *Nemo-Tenetur*-Grundsatz, obwohl es sich um eine gesetzliche Auskunftspflicht von Führungspersonen einer Gesellschaft gegenüber den Inspektoren des Department of Trade and Industry handelte.<sup>407</sup> Im Rahmen des Art. 17 MAR werden damit die ersten beiden Erwägungen – die Art und Schwere des Verstoßes und die verlangte Informationsdichte – den Ausschlag dafür geben, dass das Selbstbelastungsverbot eine Wissenszurechnung ausschließt. Würde man der dritten Erwägung der Freiwilligkeit dagegen für sich genommen entscheidende Bedeutung beimessen, würde der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz überhaupt keine Anwendung finden, wenn sich jemand freiwillig in eine Lage begeben hat, in der er potentiell zur Offenlegung von Informationen verpflichtet ist. Und je nachdem, wie weit man den Bezugspunkt der Freiwilligkeit versteht – letztlich werden Regelverstöße zumeist freiwillig begangen – wäre das Schutzanliegen der Art. 6 EMRK und der Art. 47 f. GRCh nahezu vollständig ausgehöhlt.<sup>408</sup>

Sollte es sich bei dem Regelverstoß um ein kursrelevantes Ereignis handeln, kann sich der betroffene Mitarbeiter demnach regelmäßig auf den *Nemo-Tenetur*-Grundsatz berufen, sodass es dem Emittenten unmöglich ist, auf die Information

---

<sup>407</sup> EGMR, Urt. v. 17. 12. 1996, 19187/91 – Saunders.

<sup>408</sup> Ähnlich Gehling, ZIP 2018, 2008, 2011, 2014.

zugreifen. Daher kann die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in diesem Zeitpunkt nicht entstehen, da man den Emittenten andernfalls zu Unmöglichem verpflichten würde.

## 5. Spannungsverhältnis zu Präventionswirkung

Aus dem Umstand, dass dem *Nemo-Tenetur*-Grundsatz der Vorzug vor dem Informationsinteresse der Öffentlichkeit gegeben wird, kann sich der Anreiz für verantwortliche Personen innerhalb des Emittenten erhöhen, Regelverstöße zu begehen. Denn sind Insiderinformationen in Form von Zuwiderhandlungen solange nicht veröffentlichungspflichtig, wie einzig der Täter von ihnen weiß, verliert die drohende Bekanntgabe solcher Verstöße ihre Steuerungswirkung, die eigentlich darauf gerichtet ist, den Täter von dem Rechtsverstoß abzuhalten. So wird insbesondere die Beschränkung der Wissenszurechnung auf Vorstandsmitglieder und ihnen vergleichbare Personen unter anderem damit begründet, dass sie den größten Anreiz haben, eigene Verstöße zu verschweigen und aufgrund ihres Tätigkeitsbereichs die Gelegenheit haben, Insiderhandel zu begehen.<sup>409</sup> Soll nach Maßgabe des Selbstbelastungsverbots aber selbst dieser Anknüpfungspunkt ausscheiden, um die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten entstehen zu lassen, ist auf den ersten Blick zu befürchten, dass die gewünschte Veröffentlichungswirkung ins Leere geht.<sup>410</sup>

Diese Argumentationslinie ist aber vor dem Hintergrund nachzuvollziehen, dass das Selbstbelastungsverbot stets mit der Anreizwirkung der Sanktionsnorm in Widerspruch steht. So würde ein jeder straf- oder verwaltungsrechtliche Tatbestand eine größere Hemmungswirkung haben, wenn der Täter damit rechnen müsste, dass ihm das Selbstbelastungsverbot im Rahmen der Verfolgung nicht zu Gute kommt. Daher ist mit einer Beurteilung des Selbstbelastungsverbots unter Anreizgesichtspunkten stets das Dammbruchargument verbunden, dass in jeglicher Konstellation auf den *Nemo-Tenetur*-Grundsatz verzichtet werden müsste, damit der Steuerungsmechanismus der Sanktionsnorm seine vollständige Wirkung entfaltet.

Richtig ist zwar, dass die Steuerungswirkung infolge der Anerkennung des Selbstbelastungsverbots ein Stück weit abnimmt. Jedoch führt dies nicht dazu, dass der Täter jegliche Hemmungen verliert, Straftaten zu begehen. Insbesondere ist ein kursrelevantes Fehlverhalten einer verantwortlichen Person durchaus veröffentlichungspflichtig, wenn andere verantwortliche Mitarbeiter hiervon erfahren. Daher führt der Ausschluss der Wissenszurechnung durch das Selbstbelastungsverbot weniger dazu, dass eine Veröffentlichung vollständig unterbleibt, sondern vielmehr dazu, dass sie zu einem späteren Zeitpunkt erfolgt. Dabei wird der Täter einen Regelverstoß aber schon deshalb unterlassen, weil er Gefahr läuft, dass der Regelverstoß irgendwann einmal an die Öffentlichkeit getragen wird. In diesem Zusam-

<sup>409</sup> *Bratton/Wachter*, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69, 83: „Unsurprisingly, the insiders are usually high-level managers at the stock issuer in question“; *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L. J. (2006), 711, 749, 760; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 269.

<sup>410</sup> Ähnlich *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 212 f.; *Seibt/Cziupka*, AG 2015, 93, 104.

menhang kommt es also weniger auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung, sondern vielmehr darauf an, dass überhaupt die Gefahr einer Veröffentlichung besteht. Insoweit wird die Steuerungswirkung erhalten, weil der Täter damit rechnen muss, dass sein Fehlverhalten öffentlich gemacht wird, wenn eine andere Person, deren Wissen dem Emittenten zugerechnet werden kann, von der Zuwiderhandlung erfährt. Daher steht das Selbstbelastungsverbot wie bei jeder Straftat in einem Spannungsverhältnis zu der Sanktionswirkung, führt aber nicht dazu, dass diese ins Leere läuft.

## II. Persönlichkeitsrecht

### 1. Relevante Konstellationen

Schließlich kann es kursrelevante Umstände geben, die das Persönlichkeitsrecht des Wissensträgers betreffen.<sup>411</sup> Auch sie können einer Wissenszurechnung im Wege stehen.<sup>412</sup> Wenn es dem Emittenten rechtlich nicht möglich sein sollte, auf eine Information zuzugreifen, weil er dadurch das Persönlichkeitsrecht des jeweiligen Mitarbeiters beeinträchtigen würde, kann die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten nicht in dem Zeitpunkt entstehen, in dem der betroffene Mitarbeiter Kenntnis von der Insiderinformation hat. Vielmehr kann der Emittent den Veröffentlichungsprozess in solchen Fällen – wenn überhaupt – erst zu einem späteren Zeitpunkt in die Wege leiten. Dazu gehört etwa der Fall, in dem ein Vorstandsmitglied oder ein anderer verantwortlicher Mitarbeiter in seiner Freizeit von einer Insiderinformation mitbekommt, beispielsweise am Nachbartisch bei einem Restaurantbesuch.<sup>413</sup>

Darüber hinaus kann es auch Fälle geben, in denen der Inhalt der Insiderinformation die Persönlichkeitssphäre des Wissensträgers betrifft. So ist es denkbar, dass es sich bei dem kursrelevanten Umstand um eine schwere Erkrankung des Vorstandsmitglieds handelt. Auch Ereignisse wie Rücktrittsentscheidungen des Vorstandsmitglieds können in einem sehr frühen Stadium sein Persönlichkeitsrecht tangieren, etwa wenn nur er oder seine Ehefrau von dem Entschluss Kenntnis hat. Auch in diesen Konstellationen stellt sich die Frage, in welchem Zeitpunkt eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation vorliegt.

### 2. Gewährleistungsbereich des Persönlichkeitsrechts

Um die Fälle, in denen eine Insiderinformation aus dem privaten Bereich eines Wissensträgers stammt, beurteilen zu können, ist zunächst die Reichweite des

---

<sup>411</sup> Vgl. hierzu auch *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 397 ff.

<sup>412</sup> *Dubovitskaya*, Offenlegungspflichten, S. 106 f.

<sup>413</sup> Beispiel nach *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381, 397 f.

Persönlichkeitsrechts im unionalen Kontext zu ermitteln.<sup>414</sup> Nach Art. 7 GRCh und Art. 8 EMRK hat jede Person das Recht auf Achtung ihres Privat- und Familienlebens, ihrer Wohnung sowie ihrer Kommunikation. Insoweit enthalten die Bestimmungen jeweils vier unterschiedliche Teilbereiche,<sup>415</sup> von denen vorliegend das Recht auf das Privatleben relevant ist. Von dem Recht auf das Privatleben sind nicht nur die Ausschnitte des aktiven Lebens erfasst, sondern auch der Schutz der Persönlichkeit und das Für-sich-Sein des Menschen.<sup>416</sup> Das so verbürgte Selbstbestimmungsrecht gewährt es dem Einzelnen, über die eigene Person und die Gestaltung des eigenen Lebens zu bestimmen.<sup>417</sup>

Dazu gehört auch die Selbstbestimmung über die individuelle Lebensführung.<sup>418</sup> Geht demnach ein Mitarbeiter einer beruflich nicht veranlassten Tätigkeit nach, wie etwa einem Restaurantbesuch mit Freunden, so wäre seine individuelle Lebensführung beeinträchtigt, wenn er die Veröffentlichung einer Insiderinformation in die Wege leiten müsste, sobald er eine solche z. B. vom Nachbartisch wahrnimmt. Daher wäre sein Persönlichkeitsrecht berührt, wenn die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten in diesem Zeitpunkt entstehen würde. Darüber hinaus gewährt das Recht auf Selbstwahrung dem Einzelnen, sich zurückzuziehen und sich gegenüber der Umwelt abzuschirmen.<sup>419</sup> Darunter wird auch das Recht einer Person verstanden, „ihren Gesundheitszustand geheim zu halten“.<sup>420</sup> Schließlich darf jemand nicht zur Offenbarung persönlicher Lebensumstände gezwungen werden.<sup>421</sup> Insoweit sind auch diejenigen Konstellationen erfasst, in denen der Emittent nicht auf solche Insiderinformationen zugreifen kann, die ihrem Inhalt nach den persönlichen Lebensbereich eines Wissensträgers betreffen, wie etwa Erkrankungen oder individuelle Entscheidungen.

### 3. Abwägung mit Zielen des Art. 17 MAR

Auch das Persönlichkeitsrecht ist nicht absolut gewährleistet, sondern kann nach Maßgabe der Art. 52 Abs. 1 GRCh und Art. 8 Abs. 2 EMRK beschränkt werden. Deshalb ist wiederum abzuwägen, welchen Belangen im konkreten Einzelfall der

<sup>414</sup> Für eine Behandlung auf nationaler Ebene vgl. *Fietz*, Wissenszurechnung, S. 199 ff.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 320 ff.

<sup>415</sup> *Jarass*, GRCh, Art. 7 Rn. 2.

<sup>416</sup> *Wolff*, in: Pechstein/Nowak/Häde, Frankfurter Kommentar EUV/GRC/AEUV, Art. 7 GRC Rn. 14.

<sup>417</sup> Vgl. EGMR, Urt. v. 29.4.2002, 2346/02, Rn. 61 – *Pretty*, NJW 2002, 2851.

<sup>418</sup> *Kingreen*, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 7 EU-GRCharta Rn. 4.

<sup>419</sup> *Kingreen*, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 7 EU-GRCharta Rn. 5.

<sup>420</sup> EuGH, Urt. v. 5.10.1994, C-404/92 P, ECLI:EU:C:1994:361, Rn. 17 – *X*, BeckRS 9998, 95460; vgl. auch EuG, Urt. v. 14.4.1994, T-10/93, ECLI:EU:T:1994:39, Rn. 47 – *A*. Speziell im Fall der Ad-Hoc-Publizität auch *Dubovitskaya*, Offenlegungspflichten, S. 153.

<sup>421</sup> *Grabenwarter/Pabel*, EMRK, § 22 Rn. 12.



Vorzug zu geben ist.<sup>422</sup> Dabei enthält Art. 8 Abs. 2 EMRK genauere Vorgaben, an welchen Belangen sich die Abwägungsentscheidung ausrichten kann. Danach ist ein Eingriff in das Persönlichkeitsrecht nur gerechtfertigt, soweit der Eingriff gesetzlich vorgesehen und in einer demokratischen Gesellschaft notwendig ist für die nationale oder öffentliche Sicherheit, für das wirtschaftliche Wohl des Landes, zur Aufrechterhaltung der Ordnung, zur Verhütung von Straftaten, zum Schutz der Gesundheit oder der Moral oder zum Schutz der Rechte und Freiheiten anderer. Nach Art. 52 Abs. 3 GRCh ist die Schrankenregelung des Art. 8 Abs. 2 EMRK auch auf Art. 7 GRCh übertragbar.<sup>423</sup>

Der einzige Anknüpfungspunkt, um den Emittenten zu einer Veröffentlichung von Insiderinformationen zu verpflichten, die wegen ihres Inhalts oder wegen der Umstände, unter denen sie wahrgenommen worden sind, in das Persönlichkeitsrecht eines Wissensträgers eingreifen, bietet das „wirtschaftliche Wohl des Landes“ nach Art. 8 Abs. 2 Var. 2 EMRK. Darunter ließe sich das Vertrauen des Anlegerpublikums auf einen funktionierenden und integren Kapitalmarkt fassen.<sup>424</sup> Allerdings ist fraglich, ob die Erwägung des Anlegerschutzes einen Eingriff in das Persönlichkeitsrecht rechtfertigen kann. So erwähnt Art. 8 Abs. 2 EMRK ausdrücklich, dass der Eingriff im Hinblick auf alle aufgezählten Belange in einer „demokratischen“ Gesellschaft notwendig sein muss. Nach dem EuGH soll im Bereich von Informationen eine Veröffentlichung von Aspekten des Privatlebens nur dann zulässig sein, wenn sie „zur öffentlichen Diskussion über Fragen von allgemeinem Interesse beiträgt“.<sup>425</sup> Zwar hat der Kapitalmarkt ein Interesse daran, dass Insiderinformationen öffentlich zugänglich sind, jedoch handelt es sich dabei nicht um Informationen, die der öffentlichen Diskussion dienen. Vielmehr ist der Informationsgehalt auf den begrenzten Teilbereich der Wertpapiertransaktionen beschränkt. Ist das Informationsinteresse aber insoweit begrenzt, fällt es im Rahmen der Abwägung mit den persönlichen Belangen des Wissensträgers weniger ins Gewicht, als wenn es sich um eine Information handeln würde, die für eine demokratische Meinungsbildung des gesamten Volkes von Bedeutung wäre.<sup>426</sup>

<sup>422</sup> EuGH, Urt. v. 11.7.2002, C-60/00, ECLI:EU:C:2002:434, Rn. 42 – Carpenter, EuR 2002, 852; EuGH, Urt. v. 23.9.2003, C-109/01, ECLI:EU:C:2003:491, Rn. 59 – Akrich, EuZW 2003, 752 m. Anm. Tschäpe; Jarass, FamRZ 2012, 1181, 1184. Eingehend zur Ad-Hoc-Publizität Dubovitskaya, Offenlegungspflichten, S. 156 ff.

<sup>423</sup> Wolff, in: Pechstein/Nowak/Häde, Frankfurter Kommentar EUV/GRC/AEUV, Art. 7 GRC Rn. 38.

<sup>424</sup> So etwa Klöhn, in: Klöhn, MAR, Art. 17 Rn. 382; zu § 15 a F. WpHG ebenso Petsch, Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten, 2012, S. 313; Bayer, in: FS Hommelhoff, 2012, S. 87, 95 f.; Fleischer, in: FS U. H. Schneider, S. 333, 350. Zu den Einzelheiten des Anlegererschutzes vgl. § 4 B. II.

<sup>425</sup> EuGH, Urt. v. 20.5.2003, C-465/00, C-138/01, C-139/01, ECLI:EU:C:2003:294, Rn. 85, 88 – Österreich Rundfunk, EuR 2004, 276.

<sup>426</sup> Vgl. auch Dubovitskaya, Offenlegungspflichten, S. 166, die zusätzlich darauf abstellt, dass das Anlegerinteresse sogar doppelt in Ansatz gebracht würde, weil es sowohl auf Ebene der Kursrelevanz als auch im Rahmen des Persönlichkeitsrechts eine Rolle spielen würde.



Allerdings kann das Persönlichkeitsrecht des Wissensträgers nur so weit reichen, wie seine persönlichen Belange tatsächlich schutzwürdig sind. Hat etwa das Vorstandsmitglied während eines Restaurantbesuchs von einer Insiderinformation Kenntnis erlangt, so ist das Persönlichkeitsrecht nur so lange berührt, wie das Vorstandsmitglied Tätigkeiten ausführt, die nicht beruflich veranlasst sind. Es besteht kein Grund, die Möglichkeit einer Weiterleitung der Information an die restlichen Vorstandsmitglieder in dem Zeitpunkt zu verneinen, in dem das Vorstandsmitglied am nächsten Tag seine Diensträume betritt. Daher kommt eine Wissenszurechnung ab diesem Zeitpunkt sehr wohl in Betracht. Voraussetzung ist jedoch stets, dass sich das Vorstandsmitglied in diesem Zeitpunkt noch an die Information erinnert, die ihm in seiner Freizeit zugekommen ist. Andernfalls fehlt es nämlich an einem Wissen, das dem Emittenten zugerechnet werden kann.<sup>427</sup> Dagegen würde eine Pflicht des Vorstandsmitglieds, sich zu erinnern – mit Ausnahme eines *blind-eye-knowledge* – auf ein Wissenmüssen und damit auf eine Verhaltenszurechnung hinauslaufen, die von Art. 17 Abs. 1 MAR nicht erfasst ist.

Zudem ist das Persönlichkeitsrecht eines Vorstandsmitglieds oder einer anderen verantwortlichen Person in geringerem Maße betroffen, je mehr Personen von dem infrage stehenden Umstand wissen. Denn wissen bereits einige, dem betroffenen Mitarbeiter nicht nahestehende Personen von dem persönlichen Ereignis, ist der Schritt an die Öffentlichkeit nicht so groß, wie wenn einzig der Betroffene oder nur der engste familiäre Kreis von der Insiderinformation Kenntnis haben. Das Geheimhaltungsbedürfnis ist also umso höher, je intimer die Information gehandhabt wird, und umso geringer, je mehr Schritte eingeleitet werden müssen, um sie einem größeren Personenkreis zugänglich zu machen. So kann die Veröffentlichung einer Rücktrittsentscheidung eines Vorstandsmitglieds in einem Stadium, in dem nur das Vorstandsmitglied selbst und dessen Ehefrau von der Information wissen, das Persönlichkeitsrecht stärker beeinträchtigen, als wenn der Betroffene bereits mit dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats über seinen Ausstieg gesprochen hat. Ähnliche Erwägungen werden anzustellen sein, wenn es um eine schwere Erkrankung des Vorstandsmitglieds geht, wobei in diesem Fall das Persönlichkeitsrecht bereits deshalb stärker zu gewichten ist, weil eine Person – im Unterschied zu einer rein beruflichen Rücktrittsentscheidung – in jeder Lebenslage mit ihrem Gesundheitszustand konfrontiert ist. Es handelt sich also um eine vergleichsweise sensible Information.<sup>428</sup> Damit hat das Persönlichkeitsrecht im Gegensatz zu den Verschwiegenheitspflichten und dem Selbstbelastungsverbot nur eine zeitliche Verschiebung der Wissenszurechnung, in der Regel aber nicht ihren vollständigen Ausschluss zur Folge.<sup>429</sup>

<sup>427</sup> Vgl. hierzu bereits § 6. E.

<sup>428</sup> Eingehend *Dubovitskaya*, Offenlegungspflichten, S. 164 f.

<sup>429</sup> Ähnlich *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 186, der außerdienstlich erlangte Informationen grundsätzlich den dienstlich erlangten Informationen gleichstellt, dabei aber darauf hinweist, dass „maximal die Zeiträume“ variieren können, „innerhalb derer die Insiderinformation zu veröffentlichen ist“.

Wie bereits im Rahmen der Erwägungen zum *Nemo-Tenetur*-Grundsatz aufgezeigt worden ist, ist auch die Beurteilung des Persönlichkeitsrechts eng mit der Voraussetzung der Kursrelevanz einer Insiderinformation verzahnt.<sup>430</sup> Dies demonstriert etwa der Sachverhalt, der dem *Gelt*-Urteil zugrunde lag. Dort entschied der BGH, dass die Rücktrittsentscheidung des Vorstandsvorsitzenden Prof. Dr. Schrempp in dem Zeitpunkt, in dem er sich darüber mit seiner Ehefrau unterhielt, noch keine Insiderinformation darstellte, da es an der Kursrelevanz fehlte. Erst als der Vorstandsvorsitzende den Aufsichtsratsvorsitzenden konsultierte, wurde der Rücktrittsprozess als kursrelevant eingestuft. Je gewichtiger also das Persönlichkeitsrecht des Wissensträgers ist, weil nur ein sehr eng begrenzter Personenkreis von der Information Kenntnis hat, desto näher liegt es, dass die Information schon nicht kursrelevant ist.<sup>431</sup> Daher mag es sein, dass es in solchen Fällen nicht auf einen Ausschluss der Wissenszurechnung wegen des Persönlichkeitsrechts ankommt, weil es bereits an einer Insiderinformation fehlt.<sup>432</sup>

### III. Keine Verortung in Art. 17 Abs. 4 MAR

Erkennt man an, dass Verschwiegenheitspflichten und der Individualschutz von Mitarbeitern eine Rolle für die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten spielen, stellt sich die Frage, ob diese Belange tatsächlich auf Ebene der Wissenszurechnung zu thematisieren sind. Im Ausgangspunkt ist es nämlich denkbar, an die Vorgaben des Art. 17 Abs. 4 MAR anzuknüpfen, die im Gegensatz zu der Wissenszurechnung ausdrücklich geregelt sind.<sup>433</sup> So könnten die in diesem Kapitel getroffenen Erwägungen bei dem Merkmal der „berechtigten Interessen“ nach lit. a der Selbstbefreiungsvoraussetzungen zu verorten sein.

Eine solche Lösung ist jedoch mehreren Bedenken ausgesetzt. Erstens geht es in Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR um die berechtigten Interessen „des Emittenten“. Hingegen spielen sowohl bei der Verschwiegenheitspflicht als auch beim Individualschutz primär die Interessen von Gesellschaften oder Personen eine Rolle, die von dem Emittenten verschieden sind. Dadurch unterscheidet sich diese Konstellation auch von solchen Fällen, in denen es um die Verschwiegenheitspflicht oder den Individualschutz des Emittenten selbst geht. Jedoch könnte man sich auch im vorliegenden Zusammenhang noch auf den Standpunkt stellen, dass es zumindest auch dem be-

<sup>430</sup> Vgl. auch *Dubovitskaya*, Offenlegungspflichten, S. 112.

<sup>431</sup> Umgekehrt etwa *Klöhn*, der das Interesse der Öffentlichkeit umso stärker gewichtet, je kursrelevanter die Information ist, vgl. *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 385. Ob hiermit aber auch – wie hier vertreten – das Persönlichkeitsrecht des Betroffenen an Bedeutung gewinnen kann, erörtert *Klöhn* nicht.

<sup>432</sup> Eingehend zur Kursrelevanz von Gesundheitsdaten *Dubovitskaya*, Offenlegungspflichten, S. 133 ff., insb. S. 141 ff.

<sup>433</sup> Hierzu *Bunz*, NZG 2016, 1249, 1254, 1255.

rechtigten Interesse des Emittenten entspricht, keine Informationen zu veröffentlichen, die Verschwiegenheitspflichten seiner Angehörigen unterliegen oder ihren Individualschutz beeinträchtigen.

Zweitens aber setzt die Anwendbarkeit des Art. 17 Abs. 4 MAR voraus, dass eine Veröffentlichungspflicht des Emittenten entstanden ist, da es andernfalls einer Selbstbefreiung nicht bedürfte. Insbesondere setzt der Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation nach einhelliger Auffassung voraus, dass ein Beschluss durch das zuständige Gremium gefasst wird, um die Selbstbefreiungswirkung herbeizuführen.<sup>434</sup> Selbst wenn also ein berechtigtes Interesse nach Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR gegeben sein sollte, der Emittent aber keinen Selbstbefreiungsbeschluss gefasst hat, bleibt es bei der Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Diese Rechtsfolge passt aber nicht auf die hier behandelten Konstellationen. Zum einen lässt sich nicht erklären, warum die Wahrnehmung der Unionsgrundrechte von Personen, die von dem Emittenten verschieden sind, von einem Beschluss abhängen sollte, den der Emittent zu fassen hat. Zum anderen ist es dem Emittenten in den hier erläuterten Konstellationen unmöglich, einen solchen Beschluss zu fassen, und zwar aus denselben Gründen, aus denen er auch nicht in der Lage ist, die Information zu veröffentlichen. Denn damit das zuständige Organ über die Selbstbefreiung entscheiden kann, muss der Wissensträger gegen seine Verschwiegenheitspflicht verstoßen oder seinen Individualschutz aufgeben, wenn er die Insiderinformation mit den restlichen Mitgliedern des Organs teilt. Daher ist der Umstand, dass es dem Emittenten rechtlich unmöglich ist, auf eine Information zuzugreifen, die einer Verschwiegenheitspflicht unterliegt oder den Individualschutz einzelner Wissensträger beeinträchtigt, bereits auf Ebene der Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR und nicht erst bei der Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR zu würdigen.<sup>435</sup>

---

<sup>434</sup> ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.9.2015, ESMA/2015/1455, Rn. 239; BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 36; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 421; *J. Koch*, in: FS Köndgen, S. 329, 337; *Krause*, CCZ 2014, 248, 255; *Kumpian*, DB 2016, 2039, 2043; v. *d. Linden*, DStR 2016, 1036, 1038; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 600; *Veil*, ZBB 2014, 85, 93; zweifelnd weiterhin *Klöhn*, AG 2016, 423, 431.

<sup>435</sup> Auch muss eine Berücksichtigung bei Art. 7 MAR ausscheiden (so aber *Dubovitskaya*, Offenlegungspflichten, S. 172 ff.), da der Begriff der Insiderinformation nicht nur für Art. 17 MAR, sondern auch für Art. 8, 10 MAR eine Rolle spielt. Würde wegen grundrechtlicher Belange, die infolge einer Veröffentlichung nach Art. 17 MAR tangiert werden, schon keine Insiderinformation i. S. d. Art. 7 MAR vorliegen, könnte die infrage stehende Information von Insidern verwendet werden, ohne dass sie die Tatbestände der Art. 8 und Art. 10 MAR erfüllen würden. Daher ist die Lösung in den einzelnen Tatbeständen (Art. 8, Art. 10 und Art. 17 MAR) zu suchen und nicht in der allgemeinen Definitionsnorm des Art. 7 MAR, vgl. auch *Bekritsky*, WM 2020, 1959, 1960.

### D. Zwischenergebnis

Verschwiegenheitspflichten und der Individualschutz von Mitarbeitern des Emittenten können Schranken für die Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR darstellen, zumal die entsprechenden Belange auf unionaler Ebene verankert sind. Allerdings bedarf es stets einer Abwägung im Einzelfall, die sich an den folgenden Erwägungen zu orientieren hat.

Im Hinblick auf Verschwiegenheitspflichten ist der in Art. 16 GRCh verbürgten unternehmerischen Freiheit nur dann Genüge getan, wenn das Wissen von vertraulichen Informationen nicht zugerechnet wird, da eine vertrauensvolle Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat einer Gesellschaft andernfalls nicht möglich wäre.

Beim Individualschutz kann sowohl der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz (Art. 6 EMRK, Art. 47 f. GRCh) als auch das Persönlichkeitsrecht der Mitarbeiter (Art. 8 EMRK, Art. 7 GRCh) eine Rolle spielen. Maßgeblich ist wiederum die Abwägung im konkreten Einzelfall. So wird es im Rahmen des *Nemo-Tenetur*-Grundsatzes darauf ankommen, welches Ausmaß die drohende Sanktion für den infrage stehenden Regelverstoß annehmen kann, welche Informationen preisgegeben sind und inwieweit sich der Betroffene freiwillig in die Situation begeben hat, in der er bestimmte Informationen zu offenbaren hat. Vor diesem Hintergrund wird man regelmäßig zu dem Ergebnis gelangen, dass – vorausgesetzt es handelt sich um einen Regelverstoß mit Kursrelevanz – der *Nemo-Tenetur*-Grundsatz die Wissenszurechnung sperrt.

Beim Persönlichkeitsrecht wird es hingegen eher um eine zeitliche Verschiebung der Wissenszurechnung als um ihren vollständigen Ausschluss gehen. Denn zum einen ist der Mitarbeiter bei in der Freizeit erhaltenen Informationen nicht mehr schutzwürdig, wenn er das Dienstgebäude wieder betritt und sich noch an die Information erinnern kann. Zum anderen nimmt die Schutzwürdigkeit mit zunehmender Entwicklung der Information ab, insbesondere wenn immer mehr Personen von ihr erfahren.

## **Schluss**

### **§ 13 Stringenz in der Konzernbetrachtung**

#### **A. Ausgangspunkt: Juristische Person als Normadressat**

Bislang ist erläutert worden, aus welchen Gründen die Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten erst dann entsteht, wenn Organmitglieder oder Mitglieder des Ad-Hoc-Gremiums von der Insiderinformation wissen. Entsprechend dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR orientierte sich die Untersuchung an dem Emittenten als Einzelgesellschaft. Oft wird es sich bei dem Emittenten aber um eine Gesellschaft handeln, die in eine Konzernstruktur eingebunden ist. Deshalb wird die Ad-Hoc-Publizitätspflicht regelmäßig auch im Hinblick auf den Gesamtkonzern diskutiert.<sup>1</sup> Im Folgenden soll hingegen aufgezeigt werden, dass eine Konzernbetrachtung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR keine Besonderheiten mit sich bringt, die über das hinaus gehen, was aus der Vorschrift bereits für den Emittenten als Einzelgesellschaft herausgefiltert worden ist. Insbesondere führt die hier für die Einzelgesellschaft vorgeschlagene Wissenszurechnung dazu, dass sich die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in einer Konzernsituation unmittelbar aus dem Verordnungstext ergibt, ohne dass es zu systematischen Brüchen oder Wertungsdiskrepanzen kommt.<sup>2</sup>

Dreh- und Angelpunkt der Untersuchung von Konzernsituationen ist der Umstand, dass Art. 17 Abs. 1 MAR ausdrücklich an den Emittenten als einen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR eigenständigen Rechtsträger gerichtet ist.<sup>3</sup> Sind sowohl die Mutter- als auch die Tochtergesellschaft Emittenten i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR, sind beide Gesellschaften für sich genommen potentielle Normadressaten des Art. 17 Abs. 1 MAR.<sup>4</sup> Denn dieser stellt nicht auf den gesamten Konzern, sondern nur auf den Emittenten als juristische Person ab.<sup>5</sup> Damit ist gerade auch die Mög-

---

<sup>1</sup> Vgl. etwa *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität; *Behn*, Ad-hoc-Publizität; *Habersack*, DB 2016, 1551; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10 ff.

<sup>2</sup> A. A. *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 312 ff., der das Problem über die „allgemeinen konzernweiten Compliance-Pflichten“ löst.

<sup>3</sup> S. auch *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 241 ff.

<sup>4</sup> *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 332 ff.

<sup>5</sup> Daher sprechen sich für die Ad-Hoc-Pflicht jeder einzelnen Gesellschaft aus *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 95; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215, 2217; *Pfüller*, in: *Fuchs*, WpHG, § 15 Rn. 206.

lichkeit eingepreist, dass einmal die Mutter- und nicht die Tochtergesellschaft, oder umgekehrt, der Ad-Hoc-Publizitätspflicht unterliegt.<sup>6</sup>

Auch die Mitgliedstaaten gehen offenbar davon aus, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR ausschließlich an das Einzelunternehmen gerichtet ist, das von einer Insiderinformation unmittelbar betroffen ist. Dies zeigt sich etwa an der autonomen gesetzgeberischen Bestrebung Italiens, wo die Publizitätspflicht durch die nationale Bestimmung des Art. 114 Abs. 2 TUF (Decreto Legislativo n. 58/1998) insoweit erweitert wurde, als die Muttergesellschaft auch dazu verpflichtet ist, Insiderinformationen zu veröffentlichen, die nur die Tochtergesellschaft unmittelbar betreffen.<sup>7</sup> Dementsprechend verfängt bereits aus diesem Grund das Argument nicht, eine weitgehende Veröffentlichungspflicht solle dem Anreiz eines Unternehmens entgegenwirken, sich durch Konzernierung von der Ad-Hoc-Publizitätspflicht abzuschotten. Denn andernfalls hätte sich der Ordnungsgeber auch in diesem Zusammenhang an einem konzernweiten Unternehmensbegriff orientiert, wie er etwa Art. 101 AEUV zugrunde liegt, und nicht an der einzelnen juristischen Person.

## B. Nur Mutter- oder Tochtergesellschaft als Emittent

### I. Keine Konzernbetrachtung „auf Umwegen“

Ist nur die Muttergesellschaft ein Emittent i. S. d. Art. 17 Abs. 1 i. V. m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR, trifft sie die Veröffentlichungspflicht ab dem Zeitpunkt, in dem eine Insiderinformation, die sie unmittelbar betrifft, die hierfür verantwortlichen Mitarbeiter erreicht.<sup>8</sup> Würde man eine Ad-Hoc-Publizitätspflicht hingegen bereits dann annehmen, wenn sich die Insiderinformation bei einem Mitarbeiter der Tochtergesellschaft befindet,<sup>9</sup> würde die Tochter in eine Informationsbeschaffungspflicht des Emittenten eingespannt, da diese daran mitwirken müsste, die Information konzernintern weiterzuleiten.

Nicht nur würde hierdurch der vom unionalen Gesetzgeber bewusst eng gefasste Kreis der Normadressaten mittelbar auch auf solche Gesellschaften erweitert, die noch nicht einmal Emittenten sind. Vielmehr würde eine so geartete Verpflichtung

<sup>6</sup> *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555; *Frowein/Berger*, in: *Habersack/Mülberr/Schlitt*, HdB Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 9.

<sup>7</sup> *Ph. Koch*, in: *Veil*, European Capital Markets Law, § 19 Rn. 25.

<sup>8</sup> A. A. etwa *Leyens*, ZGR 2020, 256, 273.

<sup>9</sup> Einen Informationsanspruch des Emittenten leiten her LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 195; *U. H. Schneider/Burgard*, in: FS Ulmer, S. 579, 597 ff.; *Singhof*, ZGR 2001, 146, 164 f., 169 f.; *Veil/Brüggemeier*, in: *Meyer/Veil/Rönnau*, HdB MarktmissbrauchsR, § 10 Rn. 23. Dagegen *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität, S. 313 ff.; *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 167 ff.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, S. 242 ff.; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG, S. 217, 233 f.; *Klöhn*, in: *Klöhn, MAR*, Art. 17 Rn. 133; *Hüffer/Koch*, AktG, § 311 Rn. 36d; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17; *Mader*, Der Informationsfluss, S. 323 f.

auch an ihre praktischen Grenzen stoßen, da nicht kapitalmarktorientierte juristische Personen bereits organisatorisch nicht auf die spezifischen Pflichten anvisiert sind, die sich infolge der Ausgabe von Wertpapieren auf Finanzmärkten ergeben.<sup>10</sup> Die Ad-Hoc-Publizitätspflicht auf eine Informationsbeschaffungspflicht auszuweiten, würde daher tatsächlich bedeuten, von jedweder konzernverbundenen Gesellschaft eine Organisationsstruktur zu fordern, die sie in die Lage versetzt, kapitalmarktrechtliche Pflichten der Mutter mitzuerfüllen.

Einer Begrenzung der Ad-Hoc-Publizität auf die Einzelgesellschaft könnte jedoch in praktischer Hinsicht entgegengehalten werden, dass sich ein Emittent durch die Gründung von Untergesellschaften, die nicht dem Anwendungsbereich des Art. 17 MAR unterliegen, der Ad-Hoc-Publizitätspflicht dadurch entledigen könnte, dass er insiderrelevante Tätigkeiten, die ihn unmittelbar betreffen, stets auf diese Untergesellschaften auslagert. Tatsächlich wäre der Emittent in diesem hypothetischen Szenario nach der hier vertretenen Auffassung nicht zu einer Veröffentlichung verpflichtet, da allenfalls verantwortliche Personen in den Untergesellschaften, nicht aber die verantwortlichen Personen innerhalb des Emittenten von den Insiderinformationen wüssten.

Eine andere Frage ist aber, ob dieses Ergebnis den Wertungen des Art. 17 MAR widerspricht. Denn erstens steht es jeder Gesellschaft frei, solche Formen anzunehmen, die nicht in den Anwendungsbereich des Art. 17 MAR fallen. Dem könnte noch entgegengehalten werden, dass es doch einen Unterschied macht, ob alle Gesellschaften einer Konzernstruktur von kapitalmarktrechtlichen Pflichten befreit sind oder ob sich ein Emittent einen Finanzierungsvorteil dadurch sichert, dass er auf dem Kapitalmarkt auftritt, sich der Ad-Hoc-Publizitätspflicht aber dadurch entledigt, dass er weitere Untergesellschaften gründet. Hiergegen spricht aber zweitens, dass ein Emittent die allermeisten insiderrelevanten Tätigkeitsfelder überhaupt nicht auf Untergesellschaften auslagern kann. Beispielhaft seien hier genannt die Veräußerung von Kerngeschäftsfeldern, der Abschluss von Verschmelzungs-, Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, der Erwerb oder die Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen, Übernahme- und Abfindungsangebote sowie Kapitalmaßnahmen.<sup>11</sup> Drittens werden in der erschaffenen Konzernstruktur Informationsflüsse stattfinden, da diese unerlässlich sind, um ein gemeinsames Auftreten des Konzerns zu koordinieren.<sup>12</sup> Daher können sich die verantwortlichen Mitarbeiter des Emittenten auch insoweit nicht von insiderrelevanten Sachverhalten abschotten, weil auch ihr *blind-eye-knowledge* als Wissen des Emittenten anzusehen ist. Dass sich der Emittent also durch Gründung von nicht kapitalmarktrelevanten Untergesellschaften der Ad-Hoc-Publizitätspflicht entledigen könnte, bleibt demnach ein rein hypothetisches Sze-

<sup>10</sup> Zur Relevanz des rechtlich Möglichen bei wissensabhängigen Pflichten im Konzern vgl. *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 531 ff.; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 124; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 333; *Werner*, WM 2016, 1474, 1478 f.

<sup>11</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, 5. Aufl., 2020, Modul C, S. 22.

<sup>12</sup> Hierzu *Behn*, Ad-hoc-Publizität, S. 134 ff.

nario,<sup>13</sup> dem zudem mit der hier vertretenen Auffassung Rechnung getragen werden kann.

## II. Keine Wandlung der Überwachungsfunktion in eine Führungsfunktion

Insbesondere wahrt die hier vorgeschlagene Wissenszurechnung die Grenzen zwischen der Führungs- und Überwachungsfunktion von Doppelmandatsträgern, die Vorstandsmitglied in der Tochtergesellschaft und zugleich Aufsichtsratsmitglied in dem Mutter-Emittenten sind. Denn der Tochter-Vorstand übernimmt ausschließlich die Führungsaufgaben der Tochtergesellschaft, wohingegen ihm innerhalb des Mutter-Emittenten lediglich eine Überwachungsfunktion hinsichtlich solcher Aufgaben zukommt, die dem Mutter-Vorstand obliegen. Würde man dagegen das Wissen, das der Doppelmandatsträger in seiner Rolle als Tochter-Vorstand erlangt hat, dem Mutter-Emittenten zurechnen, würde der Doppelmandatsträger entgegen seiner ausschließlichen Überwachungsfunktion in dem Mutter-Emittenten zugleich auch in dessen Führungsaufgaben eingespannt.

Durch die Konzernbetrachtung bestätigt sich daher, dass das Wissen aus dem Aufsichtsrat nur ausnahmsweise zuzurechnen ist, und zwar nur dann, wenn es sich um eine Insiderinformation aus dem ausschließlichen Tätigkeitsbereich des Aufsichtsrats handelt. Die Ausführungen gelten in umgekehrter Richtung auch für den Fall, dass die Tochter, aber nicht die Mutter die Eigenschaft eines Emittenten erfüllt.<sup>14</sup> Diese Konstellation hätte im Falle einer Zurechnung des Wissens der Muttergesellschaft zudem die problematische Folge, dass die Kenntnis eines Aktionärs als Kenntnis der Gesellschaft angesehen würde.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Vgl. auch *Cahn*, Konzern 2021, 177, 178: „Das Argument, die Wissenszurechnung dürfe nicht von der Zufälligkeit abhängen, ob die Arbeitsteilung durch selbständige Unternehmen oder durch unselbständige Abteilungen erfolge, weil sich ein Unternehmen durch Aufgliederung in viele rechtlich selbständige Einheiten der Wissenszurechnung leicht entziehen könne, geht bereits deswegen fehl, weil es auf der unrealistischen Annahme beruht, die Entscheidung für die Bildung von Konzernen werde durch das Bestreben getragen, sich der Zurechnung von Wissen zu entziehen“.

<sup>14</sup> Zur grundsätzlichen Möglichkeit der Ad-Hoc-Pflicht der Tochter von sie unmittelbar betreffenden Ereignissen in der Muttergesellschaft *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 17; *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 885; *Möllers*, ZBB 2003, 390, 391.

<sup>15</sup> *J. Koch*, ZIP 2015, 1757, 1761: „Dass die AG für das Wissen [...] jedes Aktionärs haften soll, wird nicht vertreten und ist auch nicht vertretbar“.



## **C. Sowohl Mutter- als auch Tochtergesellschaft als Emittenten**

### **I. Insiderinformation, die entweder Mutter oder Tochter unmittelbar betrifft**

Ähnliche Erwägungen treffen für den Fall zu, dass sowohl die Mutter- als auch die Tochtergesellschaft Emittenten i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 i.V.m. Art. 17 Abs. 1 MAR sind. Zunächst soll die Situation betrachtet werden, in der eine Insiderinformation existiert, die entweder nur die Mutter oder nur die Tochter unmittelbar betrifft. Für den Fall, dass eine Insiderinformation ausschließlich die Muttergesellschaft unmittelbar betrifft, tritt für sie die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst in dem Zeitpunkt ein, in dem ihre verantwortlichen Mitarbeiter von dem relevanten Ereignis Kenntnis erlangen. Dagegen kann die Ad-Hoc-Publizitätspflicht der Tochtergesellschaft schon deshalb nicht eintreten, weil sie von dem Ereignis nicht unmittelbar betroffen ist, ohne dass es zusätzlich auf ihr Wissen ankäme.<sup>16</sup>

Müsste die Tochter dennoch durch das Vehikel einer Beschaffungspflicht der Mutter mittelbar an einer Ad-Hoc-Publizität der Mutter teilhaben, indem die Tochter eine bei ihr vorliegende, die Mutter unmittelbar betreffende Insiderinformation an diese weiterleitet, würde das Merkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ für die Tochter letztlich keine Begrenzungsfunktion entfalten. Denn sie wäre stets zu einer Mitwirkung angehalten, wenn sie über eine Insiderinformation verfügt, die irgendeine Gesellschaft im Konzernverbund unmittelbar betrifft. Umgekehrt gilt gleiches in Bezug auf Insiderinformationen, die nur die Tochtergesellschaft unmittelbar betreffen.

### **II. Insiderinformation, die sowohl Mutter als auch Tochter unmittelbar betrifft**

Keine andere Betrachtung ist in der Konstellation angezeigt, in der es eine Insiderinformation gibt, die sowohl die Mutter-Emittentin als auch die Tochter-Emittentin unmittelbar betrifft. Auch dann ist nur diejenige Gesellschaft zu einer Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet, deren verantwortliche Mitarbeiter von der Insiderinformation Kenntnis haben.

Derweilen wird problematisiert, ob es überhaupt einer Veröffentlichungspflicht der Mutter bedarf, wenn die Tochter ebenfalls dazu verpflichtet ist, ebendiese Insiderinformation bekannt zu geben.<sup>17</sup> Teils wurde aus diesem Grund davon ausgegangen, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in solchen Konstellationen teleologisch

<sup>16</sup> So auch *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70.

<sup>17</sup> *Habersack*, DB 2016, 1551, 1556: „Berücksichtigt man, dass die Beteiligungsverhältnisse öffentlich bekannt sind, hätte eine entsprechende Ad-Hoc-Mitteilung der Mutter für sich genommen freilich keinen Informationswert“.

zu reduzieren sei, da eine doppelte Offenlegung den Kapitalmarkt verwirre.<sup>18</sup> Richtig ist zwar, dass es auf redundanten Aufwand hinausläuft, wenn beide Gesellschaften zur Ad-Hoc-Mitteilung verpflichtet werden, weil eine zusätzliche Veröffentlichung nur das verlaubbaren würde, was bei Kenntnis der Tochterangelegenheit ohnehin bekannt wäre.<sup>19</sup>

Genau genommen ist diese Frage im Ausgangspunkt aber nicht bei der Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern bei den Tatbestandsmerkmalen zu verorten, die dafür ausschlaggebend sind, ob eine Insiderinformation nach Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR vorliegt. Denn ein Ereignis stellt dann keine Insiderinformation (mehr) dar, wenn es öffentlich bekannt ist, vgl. Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR. Damit erlischt eine Insiderinformation, die die Tochter unmittelbar betrifft, in dem Moment, in dem die Mutter die Insiderinformation bekannt gibt.<sup>20</sup> Zutreffend wird vermittelnd eingewandt, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht der Mutter dann weiter besteht, wenn die Bekanntgabe durch die Tochter im Hinblick auf die Mutter nicht alle relevanten Umstände enthalten hat.<sup>21</sup> Aber auch dieses Problem ist wiederum durch den Wortlaut des Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR zu lösen. Denn dann verbleibt trotz der Veröffentlichung durch die Mutter eine Teilinformation, die noch nicht öffentlich bekannt ist, aber nur Relevanz für die Tochter entfaltet. Daher existiert eine (Teil-) Insiderinformation, die die Tochter unmittelbar betrifft.<sup>22</sup> Gleiches gilt auch umgekehrt für eine Insiderinformation in der Mutter, die die Tochter unmittelbar betrifft.

Außerdem wird der Verantwortungsbereich von Tochter und Mutter durch die hier vertretene Wissenszurechnung derart begrenzt, dass – entsprechend dem Ziel einer Ad-Hoc-Publizität – kein redundanter Aufwand entsteht.<sup>23</sup> Denn auch unabhängig von dem systematischen Zusammenhang zwischen Art. 17 Abs. 1 MAR und den Voraussetzungen einer Insiderinformation nach Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR entsteht redundanter Aufwand, wenn man nicht an der Zurechnung des Wissens von verantwortlichen Personen festhält, sondern die Veröffentlichungspflicht überspannt, indem eine Beschaffungspflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesen wird. Infolge einer Such- und Organisationspflicht kann es dazu kommen, dass die Muttergesellschaft hierfür erforderlichen Aufwand investiert, obwohl die relevante Information durch die Tochter wenig später veröffentlicht wird, weil sie sich dort bereits bei der Führungsebene befand. Auch würde eine Informationsbeschaffungs- und Organisationspflicht im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR dazu führen, dass die Mutter eine Information zu beschaffen hätte, hinsichtlich derer die Tochter möglicherweise bereits einen Befreiungsbeschluss nach Art. 17 Abs. 4 MAR getroffen hat

---

<sup>18</sup> F. A. Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennotierte AG, Rn. 15.18 m. w. N.

<sup>19</sup> Habersack, DB 2016, 1551, 1556.

<sup>20</sup> LG Stuttgart WM 2017, 1451, Rn. 175; bzw. keine Kursrelevanz, Sajnovits, WM 2016, 765, 771.

<sup>21</sup> Habersack, DB 2016, 1551, 1557.

<sup>22</sup> In diese Richtung auch Bartmann, Ad-hoc-Publizität, S. 334.

<sup>23</sup> Vgl. zum Problem des redundanten Aufwands § 4 C. II. 6.

und die Information daher wegen der Sicherstellung der Vertraulichkeit nach Art. 17 Abs. 4 lit. c MAR nur mit äußerst großem Aufwand aufgefunden werden könnte.<sup>24</sup> Auch im Anschluss an solche Investitionen der Mutter kann sich die Tochter jederzeit entscheiden, die Insiderinformation doch zu veröffentlichen.

Daher sind die Bestrebungen, die eine Eingrenzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht in solchen Fällen fordern, durchaus nachvollziehbar.<sup>25</sup> Zu bedenken ist aber, dass das Problem des redundanten Aufwands keine genuine Thematik des Konzernrechts ist, weswegen weniger auf eine punktuelle teleologische Reduktion in diesem Teilbereich, sondern eine generelle Vergewisserung über das Pflichtenprogramm des Art. 17 Abs. 1 MAR erfolgen sollte. Redundanter Aufwand wird nämlich durch eine klare Trennung der Verantwortungsbereiche verhindert, indem die Pflicht zur „Bekanntgabe“ an die Kenntnis der dafür verantwortlichen Mitarbeiter in der Einzelgesellschaft geknüpft wird.

## D. Zwischenergebnis

Betrachtet man die Situation, in der der Emittent in eine Konzernstruktur eingebunden ist, bestätigt sich, dass widerspruchsfreie Ergebnisse nur erzielt werden können, wenn die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst mit Kenntnis der hierfür verantwortlichen Mitarbeiter innerhalb der jeweiligen Einzelgesellschaft entsteht. Verpflichtet ist nämlich immer nur die Einzelgesellschaft, die die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 1 MAR erfüllt. Hierdurch wird erstens vermieden, dass Gesellschaften, die nicht am Kapitalmarkt teilnehmen, indirekt kapitalmarktrelevanten Pflichten ausgesetzt sind. Zweitens verhindert eine solche Handhabung der Ad-Hoc-Publizität – entsprechend ihrer Zielsetzung – auch redundanten Aufwand, der entstehen würde, wenn Emittenten gesellschaftsübergreifend dazu verpflichtet wären, Insiderinformationen zu beschaffen. Drittens führt dieses Ergebnis nicht dazu, dass sich ein Emittent in Widerspruch zu den Wertungen des Art. 17 Abs. 1 MAR der Ad-Hoc-Publizitätspflicht dadurch entledigen kann, dass er insiderrelevante Tätigkeiten auf Untergesellschaften auslagert, die nicht in den Anwendungsbereich des Art. 17 Abs. 1 MAR fallen.

## § 14 Zusammenfassung in Thesen

### 1.

- a) Die Reichweite der Ad-Hoc-Publizitätspflicht hängt davon ab, ob Art. 17 Abs. 1 MAR das Wissen des Emittenten voraussetzt. Verlangt Art. 17 Abs. 1 MAR kein

<sup>24</sup> Zu damit verbundenen Problemen vgl. auch *Breuer*, Wissen, S. 171 f.

<sup>25</sup> Zu solchen Einschränkungsmöglichkeiten *Breuer*, Wissen, S. 149 ff.

Wissen des Emittenten, wäre dieser nicht nur dazu verpflichtet, Insiderinformationen öffentlich bekanntzugeben, sondern auch dazu, Insiderinformationen zu beschaffen und zu organisieren.

- b) Setzt man im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR hingegen ein Wissen des Emittenten voraus, kommt es darauf an, was unter dem „Wissen“ einer juristischen Person zu verstehen ist.

## 2.

- a) Um die Verhaltensweisen zu ermitteln, auf die sich Art. 17 Abs. 1 MAR erstreckt, ist zunächst auf die Ziele abzustellen, die mit einer Ad-Hoc-Publizitätspflicht verfolgt werden. Hierzu gehören die Richtigkeitsgewähr des Marktpreises, die Reduktion von Agenturkosten und insbesondere der Anlegerschutz.
- b) Mit der Verfolgung dieser Ziele gehen gleichzeitig Einbußen einher, die sich aufseiten des Emittenten und sogar aufseiten der eigentlich zu schützenden Anleger realisieren können.
- c) Daher führen die mit einer Ad-Hoc-Publizität verfolgten Ziele nicht zu einer Maximalverpflichtung des Emittenten. Vielmehr ist zu bestimmen, bei welchen Pflichten der Sättigungspunkt erreicht ist, in dem die Inanspruchnahme des Emittenten im Wege des Art. 17 Abs. 1 MAR ausgereizt ist.

## 3.

- a) Neben der Zielbetrachtung kommt es darauf an, ob eine Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Emittenten der passende Mechanismus ist, um die verfolgten Ziele zu erreichen.
- b) Es kommen mehrere Erwägungen in Betracht, um eine Veröffentlichungspflicht des Emittenten im Hinblick auf kursrelevante Informationen zu legitimieren. Erstens ist eine Information ein öffentliches Gut und eine positive Externalität, sodass der Emittent freiwillig weniger Informationen veröffentlichen wird als gesamtgesellschaftlich erwünscht. Zweitens führen Prinzipal-Agenten-Probleme dazu, dass Mitarbeiter des Emittenten eine Information zurückhalten, selbst wenn die Veröffentlichung für den Emittenten vorteilhaft wäre. Drittens muss eine Veröffentlichung von Informationen gesetzlich standardisiert werden, um Informationskosten der Anleger zu senken.
- c) Die genannten Erwägungen können nur erklären, warum der Emittent verpflichtet werden sollte, solche Insiderinformationen zu veröffentlichen, die der dafür zuständigen Stelle bekannt sind. Sie können aber nicht begründen, warum der Emittent auch zu einer Suche oder Organisation von Insiderinformationen verpflichtet werden sollte.

## 4.

- a) Ausschlaggebend dafür, zu welchem Verhalten der Unionsgesetzgeber den Emittenten durch eine Ad-Hoc-Publizitätspflicht veranlassen will, sind die Rechtsfolgen, die er an eine Verletzung des Art. 17 Abs. 1 MAR knüpft.
- b) Verletzt der Emittent die ihm durch Art. 17 Abs. 1 MAR auferlegten Pflichten, folgen daraus jedenfalls die in Art. 30 Abs. 2 MAR aufgezählten aufsichtsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen. Das Unionsrecht verlangt hierfür kein Verschulden des Emittenten. Der Grundsatz des *effet utile* zwingt auch zu einer zivilrechtlichen Schadensersatzhaftung des Emittenten.
- c) Die genannten Rechtsfolgen sprechen für eine enge Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR, da der Emittent andernfalls mit exzessiven Haftungsfolgen belastet wäre, die unter anderem in Nachteilen für die eigentlich zu schützenden Anleger resultieren würden.

## 5.

- a) Da nach Art. 17 Abs. 1 MAR eine juristische Person adressiert ist, die selbst weder handeln noch wissen kann, bedarf es jedenfalls einer Zurechnung, um eine Verletzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht zu begründen. Bevor es aber darum gehen kann, an welchen Maßstäben sich eine solche Zurechnung zu orientieren hat, muss zunächst ermittelt werden, was dem Emittenten überhaupt zugerechnet werden soll. Der Bezugspunkt der Zurechnung ist also der Ausgangspunkt eines jeden Zurechnungsproblems.
- b) Setzt eine Regelung das Wissen einer juristischen Person voraus, ist tauglicher Bezugspunkt der Zurechnung einzig das Wissen einer natürlichen Person. Es handelt sich somit um eine Wissenszurechnung.
- c) Lässt eine Vorschrift hingegen auch ein Wissenmüssen oder -können einer natürlichen Person genügen, so muss der Bezugspunkt der Zurechnung nicht unbedingt ein Wissen sein. Er kann auch in einem Wissenmüssen oder -können, mithin in einem Verhalten einer natürlichen Person bestehen. Konsequenterweise handelt es sich dann um eine Verhaltenszurechnung, infolge derer die juristische Person weitergehenden Rechtsfolgen ausgesetzt ist als im Falle einer Wissenszurechnung.

## 6.

- a) Bevor darüber nachgedacht werden kann, die Voraussetzung des Wissens in einen Tatbestand hineinzulesen, ist zu untersuchen, was unter einem Wissen des Normadressaten zu verstehen ist.
- b) Der Begriff des Wissens ist funktional, relativ und normativ. Funktionalität des Wissensbegriffs bedeutet, dass etwas in einem Kontext als Wissen angesehen

werden kann und in einem anderen nicht. Die Relativität des Wissensbegriffs zeigt auf, dass ein weiter Wissensbegriff die Wissenszurechnung substituiert und damit die Abschirmung vor wissensabhängigen Rechtsfolgen auflockert. Die Normativität des Wissensbegriffs besagt, dass die Rechtsordnung – explizit oder auch implizit – darüber entscheidet, was unter einem „Wissen“ zu verstehen ist.

- c) Um ausdrücken zu können, was eine natürliche Person weiß (das ist der Bezugspunkt für die Wissenszurechnung), ist zwischen Innen- und Außenumständen zu differenzieren. Innenumstände sind Umstände, die sich in der aktuellen Vorstellung oder im Gedächtnis einer natürlichen Person befinden. Außenumstände sind alle anderen Umstände.
- d) Eine natürliche Person weiß grundsätzlich dann von einem Umstand, wenn sich der Umstand in ihrer aktuellen Vorstellung oder in ihrem Gedächtnis befindet (Innenumstände) oder wenn sich die natürliche Person dem Umstand bewusst verschließt (sog. *blind-eye-knowledge* als Unterfall der sog. Außenumstände).
- e) Als Bezugspunkt für eine Wissenszurechnung kommen daher grundsätzlich nur Innenumstände und diejenigen Außenumstände einer natürlichen Person in Betracht, bei denen es sich um ein *blind-eye-knowledge* handelt. Vor allem durch die Einbeziehung des *blind-eye-knowledge* lassen sich auch solche Konstellationen interessengerecht lösen, die einzig im Umgang mit juristischen Personen auftreten können, wie das Aktenwissen, vergessene Umstände aktueller Mitarbeiter, das Wissen ehemaliger Mitarbeiter und das Teilwissen aktueller Mitarbeiter. Denn die Einbeziehung des *blind-eye-knowledge* sorgt dafür, dass die wissensabhängigen Rechtsfolgen auch Personen treffen, die sich unerwünschten Umständen bewusst verschließen. Entgegen anderen Auffassungen bedarf es hierfür also keiner Ausweitung auf ein Wissenmüssen oder -können.

## 7.

- a) In Bezug auf juristische Personen zeigen sich Bestrebungen, den Wissensbegriff unter Rückgriff auf Wissensorganisationspflichten zu erweitern. Durch Wissensorganisationspflichten wird von einer juristischen Person verlangt, den Betrieb so zu organisieren, dass alle relevanten Informationen abgefragt, gespeichert und weitergeleitet werden. Kommt eine juristische Person ihrer Wissensorganisationspflicht nicht nach, wird ihr Wissen fingiert.
- b) Hierbei handelt es sich nicht um die Zurechnung von Wissen, sondern um die Zurechnung von Wissenmüssen. Wissensorganisationspflichten begründen also eine Verhaltenszurechnung und keine Wissenszurechnung.
- c) Wissensorganisationspflichten werden mit dem Vertrauens- und Verkehrsschutz, Risikoerwägungen, dem Gleichstellungsargument und der Idee der juristischen Person als Einheit gerechtfertigt. Bei jeder Wissensnorm ist zu untersuchen, ob Wissensorganisationspflichten auf diese Weise gerechtfertigt werden können.

## 8.

- a) Nationale Regelungen können aus Gründen der Normenhierarchie nicht herangezogen werden, um zu ermitteln, ob Art. 17 Abs. 1 MAR das Wissen des Emittenten voraussetzt.
- b) Auch die Auffassungen, die die Frage nach einem Wissenserfordernis auf nationaler Ebene verorten wollen, präsentieren keine zwingenden Argumente. Insbesondere fokussieren sie sich vornehmlich auf die Schadensersatzhaftung nach § 97 WpHG. Sie können aber nicht erklären, wie mit einem Wissenserfordernis im Rahmen der verschuldensunabhängigen § 6 Abs. 6–7, Abs. 9–10 WpHG umzugehen ist.

## 9.

- a) Die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR ergibt, dass die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst entsteht, wenn der Emittent von der Insiderinformation Kenntnis hat. Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Kenntnis des Emittenten sei nicht ausdrücklich geregelt. So setzen alle anderen Veröffentlichungspflichten im dritten Kapitel der MAR die Kenntnis des Normadressaten implizit voraus, ohne das Tatbestandsmerkmal der Kenntnis ausdrücklich zu erwähnen.
- b) Das Merkmal der „Unverzüglichkeit“ in Art. 17 Abs. 1 MAR ist vor dem Hintergrund der anderen Sprachfassungen ausschließlich als Zeitvorgabe zu verstehen: Der Emittent hat die Insiderinformation so *schnell* wie möglich (*as soon as possible*) und nicht *soweit* möglich zu veröffentlichen.
- c) Das Tatbestandsmerkmal der „unmittelbaren Betroffenheit“ ist für sich genommen nicht geeignet, die Pflichten des Emittenten hinreichend einzuschränken. So ist der Emittent nicht hinsichtlich aller Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, als *cheapest cost avoider* anzusehen. Dementsprechend stellen Drittstaaten neben der „unmittelbaren Betroffenheit“ des Emittenten zusätzlich auf ein Kenntniserfordernis ab.
- d) Wenn man die aufsichtsrechtliche Vorschrift des Art. 17 MAR schließlich vor dem Hintergrund verfassungsrechtlicher Vorgaben beleuchtet, ergibt sich ein Kenntniserfordernis aus dem Bestimmtheits- und Analogieverbot nach Art. 7 EMRK bzw. Art. 49 GRCh. So ist der Emittent nur zu einer „Bekanntgabe“ verpflichtet, nicht aber zu einer Informationsbeschaffung oder -organisation.
- e) Bestätigt wird das Kenntniserfordernis sowohl durch den Grundsatz *ultra posse nemo obligatur*, wie er im Unionsrecht verstanden wird, als auch durch die Gesetzgebungsmaterialien der Kommission.

## 10.

- a) Das Kenntniserfordernis im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR kann nicht mit Wissensorganisationspflichten in Verbindung gebracht werden. Da Wissensorganisationspflichten ausschließlich in den Kontext von Vertragsverhältnissen eingebettet sind, können sie nicht auf die aufsichtsrechtlich konturierte Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden.
- b) Auch sind der Vertrauens- und Verkehrsschutz, die Risikozuweisung, das Gleichstellungsargument und die Idee der juristischen Person als Einheit allesamt nicht dazu geeignet, den Emittenten nach Art. 17 Abs. 1 MAR zu einer Wissensorganisation zu verpflichten. Entscheidend ist hierbei, dass die juristische Person im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht anstelle einer natürlichen Person auftritt, da eine natürliche Person schon nicht von Art. 17 Abs. 1 MAR adressiert ist.
- c) Aber auch dann, wenn man die Vorgaben, die die Grundsätze der Wissensorganisation selbst aufstellen, im Zusammenhang mit der Vorschrift des Art. 17 Abs. 1 MAR anwendet, wird deutlich, dass es nur auf das Wissen von Personen ankommen kann, die dafür verantwortlich sind, die Ad-Hoc-Publizitätspflicht für den Emittenten wahrzunehmen.

## 11.

- a) Da Art. 17 Abs. 1 MAR die Kenntnis des Emittenten voraussetzt, bedarf es einer Wissenszurechnung. Die Wissenszurechnung bestimmt sich durch Auslegung der infrage stehenden Vorschrift. Es ist kontextabhängig zu ermitteln, welcher Mitarbeiter eine so große Bedeutung innerhalb des Unternehmens hat, um seinen Wissensstand mit dem der juristischen Person gleichzusetzen. Dabei kommt es nicht auf die Stellung des Mitarbeiters in der Unternehmenshierarchie an, sondern es ist durch Auslegung der betreffenden Vorschrift zu untersuchen, ob die jeweilige natürliche Person die tatsächliche Entscheidungsmacht hinsichtlich der im Tatbestand adressierten Pflicht innehat (*directing mind and will*).
- b) Danach entsteht die Ad-Hoc-Publizitätspflicht, sobald ein Mitglied der Führungsebene von der Insiderinformation weiß. Das Wissen nachgeordneter Mitarbeiter löst nur dann die Ad-Hoc-Publizitätspflicht aus, soweit die Wahrnehmung der Ad-Hoc-Publizität auf sie delegiert worden ist (etwa auf ein Ad-Hoc-Gremium). Das Wissen von Aufsichtsratsmitgliedern wird nur dann zugerechnet, wenn es sich um eine Insiderinformation handelt, die dem ausschließlichen Tätigkeitsbereich des Aufsichtsrats zuzuordnen ist. Daher ist das Wissen von Doppelmandatsträgern regelmäßig nicht zuzurechnen. Zudem löst erst die Kenntnis aller Aufsichtsratsmitglieder die Ad-Hoc-Publizitätspflicht aus.
- c) Eine weitergehende Wissenszurechnung würde faktisch zu einer Wissensorganisationspflicht des Emittenten führen, die in Art. 17 Abs. 1 MAR aber nicht



gerechtfertigt ist. Auch würde die Selbstbefreiungsmöglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 MAR für den Emittenten faktisch leerlaufen, wenn die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in einem Zeitpunkt entsteht, in dem mangels Kenntnis der zuständigen Personen keine Selbstbefreiungsentscheidung getroffen werden kann.

- d) Verschwiegenheitspflichten und der Individualschutz von Mitarbeitern des Emittenten können die Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR einschränken, zumal die entsprechenden Belange auf unionaler Ebene verankert sind. Hierzu bedarf es stets einer Abwägung im Einzelfall.

## 12.

- a) Betrachtet man die Situation, in der der Emittent in eine Konzernstruktur eingebunden ist, bestätigt sich, dass widerspruchsfreie Ergebnisse nur erzielt werden können, wenn die Ad-Hoc-Publizitätspflicht erst mit Kenntnis der hierfür verantwortlichen Mitarbeiter innerhalb der jeweiligen Einzelgesellschaft entsteht. Verpflichtet ist nämlich immer nur die Einzelgesellschaft, die die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 1 MAR erfüllt.
- b) Hierdurch wird erstens verhindert, dass Konzerngesellschaften, die nicht am Kapitalmarkt teilnehmen, indirekt kapitalmarktrelevanten Pflichten ausgesetzt sind. Zweitens verhindert eine solche Handhabung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht – entsprechend ihrer Zielsetzung – auch redundanten Aufwand, der entstehen würde, wenn Emittenten gesellschaftsübergreifend dazu verpflichtet wären, Insiderinformationen zu beschaffen. Drittens führt dieses Ergebnis nicht dazu, dass sich ein Emittent in Widerspruch zu den Zielsetzungen des Art. 17 Abs. 1 MAR der Ad-Hoc-Publizitätspflicht dadurch entledigen kann, dass er insiderrelevante Tätigkeiten auf Untergesellschaften auslagert, die nicht in den Anwendungsbereich des Art. 17 Abs. 1 MAR fallen.

## Literaturverzeichnis

- Ackermann*, Thomas: Unternehmenssteuerung durch finanzielle Sanktionen, ZHR 179 (2015), 538 ff.
- Ackermann*, Thomas: Prävention als Paradigma: Zur Verteidigung eines effektiven kartellrechtlichen Sanktionssystems, ZWeR 2010, 329 ff.
- Altmeyden*, Holger: „Wissen“ des rechtsfähigen Verbands nach dem Urteil „Dieselskandal“, NJW 2020, 2833 ff.
- Ambos*, Kai: Internationales Strafrecht. Strafanwendungsrecht, Völkerstrafrecht, Europäisches Strafrecht, Rechtshilfe, 5. Auflage, München 2018.
- Amirthalingam*, Kumaralingam: Caldwell Recklessness is Dead, Long Live Mens Rea's Fecklessness, 67 M.L.R. (2004), 491 ff.
- Armbrüster*, Christian/*Kosich*, Maximilian: Wissenszurechnung in Unternehmen, ZIP 2020, 1494 ff.
- Assmann*, Heinz-Dieter/*Schneider*, Uwe H./*Mühlbert*, Peter (Hrsg.): Wertpapierhandelsrecht. Kommentar, 7. Auflage, Köln 2019.
- Assmann*, Heinz-Dieter/*Schneider*, Uwe H. (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar. 6. Auflage (Altauflage), Köln 2012.
- Atiyah*, Patrick S.: Vicarious Liability in the Law of Torts, London 1967.
- Bachmann*, Gregor: Interne Ermittlungen – ohne Grenzen?, ZHR 180 (2016), 563 ff.
- Bachmann*, Gregor: Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008), 597 ff.
- Bartmann*, Niklas: Ad-hoc-Publizität im Konzern, Berlin 2017.
- Bauer*, Jan/*Schmidt-Bendun*, Rüdiger: Aktien- und kapitalmarktrechtliche Grenzen des Informationsflusses im faktischen Aktienkonzern – Informationsweitergabe durch Doppelmandatsträger im faktischen Aktienkonzern, in: Cascante, Christian/Spahlinger, Andreas/Wilske, Stephan (Hrsg.), Global wisdom on business transactions, international law and dispute resolution, Festschrift für Gerhard Wegen zum 65. Geburtstag, 2015, S. 105 ff.
- Baum*, Marcus: Die Wissenszurechnung, Berlin 1999.
- Baumann*, Horst: Die Kenntnis juristischer Personen des Privatrechts von rechtserheblichen Umständen, ZGR 1973, 284 ff.
- Baumbach*, Adolf/*Hopt*, Klaus (Hrsg.): Handelsgesetzbuch mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Kapitalmarktrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 40. Auflage, München 2021.
- Baumgartner*, Eva: Die Wissenszurechnung im österreichischen Zivilrecht, 2009 (abrufbar unter: [http://othes.univie.ac.at/4371/1/2009-01-19\\_0001148.pdf](http://othes.univie.ac.at/4371/1/2009-01-19_0001148.pdf)).

- Baums*, Theodor: Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), 139 ff.
- Baums*, Theodor/*von Randow*, Philipp: Der Markt für Stimmrechtsvertreter, AG 1995, 145 ff.
- Bayer*, Walter: Erkrankungen von Vorstandsmitgliedern. Rechtlicher Rahmen, empirische Studie, Empfehlungen an Praxis und Regelsetzer, in: Erle, Bernd u. a., Festschrift für Peter Hommelhoff zum 70. Geburtstag, Köln 2012, S. 87 ff.
- Becker*, Ralf/*Rodde*, Anja: Auswirkungen europäischer Rechtsakte auf das Kapitalmarktsanktionsrecht – Neuerungen durch das Finanzmarktnovellierungsgesetz, ZBB 2016, 11 ff.
- Bedkowski*, Dorothea: Der neue Emittentenleitfaden der BaFin, BB 2009, 394 ff.
- Behn*, Lars: Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen. Informationszugang des Emittenten im faktischen Aktienkonzern, Baden-Baden 2012.
- Beljin*, Saša: Die Zusammenhänge zwischen dem Vorrang, den Instituten der innerstaatlichen Beachtlichkeit und der Durchführung des Gemeinschaftsrechts, EuR 2002, 351 ff.
- Benston*, George: Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934, 63 Am. Econ. Rev. (1973), 132 ff.
- Benston*, George: The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements, 44 Account. Rev. (1968), 515 ff.
- Bekritsky*, Grigory: Der Nemo-Tenetur-Grundsatz im Unionsrecht. Zugleich Besprechung der Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs (Urteil vom 2. Februar 2021, C-481/19) zur Vereinbarkeit des Art. 30 Abs. 1 lit. b MAR mit der Grundrechte-Charta, BKR 2021, 340.
- Bekritsky*, Grigory: Die Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Ad-Hoc-Publizität – mehr als bloß Formsache, BKR 2020, 382 ff.
- Bekritsky*, Grigory: Die Insiderinformation im Lichte des Emittentenleitfadens, WM 2020, 1959 ff.
- Bertus*, Jana: Emittentenhaftung und Entlastung. Zum Entlastungsbeweis nach § 97 Abs. 2 WpHG, Berlin 2019.
- Beuthien*, Volker: Zur Theorie der Stellvertretung im Gesellschaftsrecht, in: Lieb, Manfred/Noack, Ulrich/ Westermann, Harm Peter (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag, Band 1, 1998, S. 87 ff.
- Bishop*, William: Economic Loss in Tort, 2 Oxf. J. Leg. Stud. (1982), 1 ff.
- Böckli*, Peter: Schweizer Aktienrecht, 4. Auflage, Zürich, Basel, Genf 2009.
- Bohrer*, Michael: Nr. 2 Wissenszurechnung bei Organen juristischer Personen, DNotZ 1991, 124 ff.
- Bohrer*, Michael: Die Haftung des Dispositionsgaranten. Ein Beitrag zur Lehre von der negativen Vertrauenshaftung, Ebelsbach 1980.
- Boom*, Willem: Pure Economic Loss: A Comparative Perspective, in: Boom, Willem/Kozioł, Helmut/Witting, Christian: Tort and Insurance Law, Vol. 9, Pure Economic Loss, Wien 2004, S. 1 ff.

- Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfrid/Schulte-Mattler, Hermann* (Hrsg.): Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, Band 1, 5. Auflage, München 2016.
- Bork, Reinhard*: Zurechnung im Konzern, ZGR 1994, 237 ff.
- Brandi, Tim Oliver/Süßmann, Rainer*: Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642 ff.
- Brammsen, Jörg*: Inhalt und Elemente des Eventualvorsatzes – Neue Wege in der Vorsatzdogmatik?, JZ 1989, 71 ff.
- Bratton, William/Wachter, Michael*: The Political Economy of Fraud on the Market, 160 U. Pa. L. Rev. (2011), 69 ff.
- Brellocks, Michael*: Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, München 2005.
- Breuer, Christoph*: Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, Berlin 2020.
- Brinkmann, Moritz/Richter, Johannes*: Getäuschte Aktionäre als Insolvenzgläubiger. Zur Behandlung kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche im Insolvenzverfahren über das Vermögen des Emittenten, AG 2021, 489 ff.
- Brown, John Prather*: Toward an Economic Theory of Liability, 2 J. Leg. Stud. (1973), 323 ff.
- Buck, Petra*: Wissen und juristische Person, Tübingen 2001.
- Buck, Petra*: Pflicht zur Wissensweiterleitung durch Aufsichtsratsmitglieder. Wissenszurechnung und Wissensorganisation in der AG, in: *Dauner-Lieb, Barbara* u. a., Festschrift für Barbara Grunewald zum 70. Geburtstag, Köln 2021, S. 113 ff.
- Buck-Heeb, Petra*: Aufsichts- und zivilrechtliche Normen im Bank- und Kapitalmarktrecht: einheitliche oder gespaltene Auslegung, WM 2020, 157 ff.
- Buck-Heeb, Petra*: Wissenszurechnung, Informationsorganisation und Ad-Hoc-Mitteilungspflicht bei Kenntnis eines Aufsichtsratsmitglieds, AG 2015, 801 ff.
- Buck-Heeb, Petra*: Vertrauen auf den Rechtsrat Dritter und Wissenszurechnung bei der Anlageberatung, BKR 2011, 441 ff.
- Buck-Heeb, Petra*: Informationsorganisation im Kapitalmarktrecht. Compliance zwischen Informationsmanagement und Wissensorganisationspflichten, CCZ 2009, 18 ff.
- Bundesgerichtshof* (Hrsg.): Das Bürgerliche Gesetzbuch mit besonderer Berücksichtigung der Rechtsprechung des Reichsgerichts und des Bundesgerichtshofes. Kommentar (BGB – RGRK), Band 1: §§ 1–240, 12. Auflage, Berlin u. a. 1982.
- Bunz, Thomas*: Ad-hoc-Pflichten im Rahmen von Compliance Audits, NZG 2016, 1249 ff.
- Buttlar, Julia v.*: Stärkung der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse im EU-Kapitalmarktrecht, EuZW 2020, 598 ff.
- Buttlar, Julia v.*: Die Stärkung der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse im EU-Kapitalmarktrecht: ein neues „field of dreams“ für Regulierer?, BB 2014, 451 ff.
- Cahn, Andreas*: Wissenszurechnung im Konzern, Der Konzern 2021, 177 ff.

- Cahn*, Andreas: Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin, Boston 2019, S. 41 ff.
- Calabresi*, Guido: The Costs of Accidents. A Legal and Economic Analysis, 4. Auflage, New Haven, London 1975.
- Calfee*, John/Crasswell, Richard: Some Effects of Uncertainty on Compliance with Legal Standard, 70 Va. L. Rev. (1984), 965 ff.
- Calliess*, Christian/Ruffert, Matthias (Hrsg.): EUV/AEUV. Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta, 5. Auflage, München 2016.
- Campbell*, Neil/Armour, John: Demystifying the Civil Liability of Corporate Agents, C.L.J., (2003), 290 ff.
- Canaris*, Claus-Wilhelm: Bankvertragsrecht, Erster Teil, 3. Auflage, Berlin, New York 1988 (Sonderausgabe von Staub, Großkommentar-HGB, Band III/3).
- Canaris*, Claus-Wilhelm: Die Feststellung von Lücken im Gesetz. Eine methodologische Studie über Voraussetzungen und Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung praeter legem, 2. Auflage, Berlin 1983.
- Cane*, Peter: Mens Rea in Tort Law, 20 Oxf. J. Leg. Stud. (2000), 533 ff.
- Carbonara*, Emanuela/Guerra, Alice/Parisi, Francesco: Sharing Residual Liability: The Cheapest Cost Avoider Revisited, 45 J. Leg. Stud. (2016), 173 ff.
- Chiu*, Iris Hse-Yu: Examining the justifications for mandatory ongoing disclosure in securities regulation, 26 The Company Lawyer (2005), 67 ff.
- Chopra*, Samir/White, Laurence: Attribution of Knowledge to Artificial Agents and their Principals, in: IJCAI'05: Proceedings of the 19th international joint conference on Artificial intelligence, 2005, S. 1175 ff. (abrufbar unter: <https://www.ijcai.org/Proceedings/05/Papers/0893.pdf>).
- Cianciaruso*, Davide/Sridhar, Sri: Mandatory and Voluntary Disclosures: Dynamic Interactions, 56 J. Account. Res. (2018), 1253 ff.
- Clark*, Roger: Subjektive Merkmale im Völkerstrafrecht. Das Römische Statut des Internationalen Strafgerichtshofs und die Verbrechenselemente, ZStW 114 (2002), 372 ff.
- Coase*, Ronald: The Problem of Social Cost, 3 J. L. & Econ. (1960), 1 ff.
- Coffee*, John: Reforming the Securities Class Action: On Deterrence and Its Implementation, 106 Col. L. Rev. (2006), 1534 ff.
- Coffee*, John: Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, 70 Va. L. Rev. (1984), 717 ff.
- Coffee*, John: „No Soul to Damn: No Body to Kick“: An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment, 79 Mich.L. Rev. (1981), 386 ff.
- Culler*, Fernando Sempere: Bericht über die Diskussion (ZGR Symposium „Informationen im Unternehmen“), ZGR 2020, 495 ff.
- von Danwitz*, Thomas: Verwaltungsrechtliches System und Europäische Integration, Tübingen 1996.

- Denga*, Michael: Zurechnung im Unternehmensrecht. Europäische Systembildung und Autonomiebezug statt Prinzipienchaos und Rechtspolitik?, ZIP 2020, 945 ff.
- DeMott*, Deborah: When is a Principal Charged with an Agent's Knowledge?, 13 Duke J. Comp. Int'l Law (2003), 291 ff.
- Dias*, Rui Pereira: Multiple directorship and knowledge attribution, in: Merkt, Hanno/Mülbert, Peter (Hrsg.), Festschrift für Klaus Hopt zum 80. Geburtstag, Berlin, Boston 2020, S. 163 ff.
- Dittmar*, Falko: Weitergabe von Informationen im faktischen Aktienkonzern, AG 2013, 498 ff.
- Dubovitskaya*, Elena: Offenlegungspflichten der Organmitglieder in Kapitalgesellschaften, Tübingen 2020.
- Easterbrook*, Frank: Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, Sup. Ct. Rev. 1981, 309 ff.
- Easterbrook*, Frank/*Fischel*, Daniel: The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge u. a. 1991.
- Easterbrook*, Frank/*Fischel*, Daniel: Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 Va. L. Rev. (1984), 669 ff.
- Eatwell*, John/*Milgate*, Murray/*Newman*, Peter (Hrsg.): The World of Economics, 1991.
- Ebenroth*, Carsten Thomas/*Boujong*, Karlheinz (Begr.)/*Joost*, Detlev/*Strohn*, Lutz (Hrsg.): Handelsgesetzbuch, Band 2: §§ 343–475 h, Transportrecht, Bank- und Börsenrecht, 4. Auflage, München 2020.
- Ebers*, Martin: Rechte, Rechtsbehelfe und Sanktionen im Unionsprivatrecht, Tübingen 2016.
- Edwards*, John: Vicarious Liability in Criminal Law, 14 M.L.R. (1951), 334 ff.
- Eisele*, Jörg: Wissenszurechnung im Strafrecht – dargestellt am Straftatbestand des Betruges, ZStW 116 (2004), 15 ff.
- Eisele*, Florian/*Walter*, Andreas: Motive für den Rückzug von der Börse – Ergebnisse einer Befragung deutscher Going Private-Unternehmen, ZfbF 58 (2006), 807 ff.
- Ekkenga*, Jens: Individuelle Entscheidungsprozesse im Recht der Ad-hoc-Publizität. Sieben Thesen zum Fall Geltl/Daimler/Schrempf, NZG 2013, 1081 ff.
- Engelhardt*, Lisa: Wissensverschulden. Eine Systematisierung und Begrenzung der Wissenszurechnung im Unternehmen, Köln 2019.
- Engels*, Hartmut: Unternehmensvorsatz und Unternehmensschuld im Europäischen Kartellrecht, Berlin 2001.
- Enriques*, Luca/*Gilotta*, Sergio: Disclosure and Financial Market Regulation, in: Moloney, Niamh/Ferran, Eilís/Payne, Jennifer (Hrsg.), The Oxford Handbook of Financial Regulation, 2015, S. 511 ff.
- Fama*, Eugene: The Behaviour of Stock Market Prices, 38 J. Bus. (1956), 34 ff.
- Faßbender*, Christian: Innerbetriebliches Wissen und bankrechtliche Aufklärungspflichten, Berlin u. a. 1998.
- Fatemi*, Alireza: Der Begriff der Kenntnis im Bürgerlichen Recht, NJOZ 2010, 2637 ff.
- Faure*, Michael: Tort Law and Economics, 2. Auflage, Cheltenham, Northampton 2009.

- Ferran*, Eilis: Corporate attribution and the directing mind and will, 127 L. Q. R. (2011), 239 ff.
- Ferran*, Eilis: Company Law and Corporate Finance, Oxford 1999.
- Ferrarini*, Guido/*Ottolia*, Andrea: Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs, 9 ERCL (2013), 363 ff.
- Ferrarini*, Guido/*Hopt*, Klaus/*Winter*, Japp/*Wymeersch*, Eddy: Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford u. a. 2004.
- Ferrel*, Allen: The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World, 2 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. (2007), 81 ff.
- Fleischer*, Holger: Schwere Erkrankung des Vorstandsvorsitzenden und Ad-hoc-Publizität. Zum Spannungsverhältnis zwischen Markttransparenz und personenbedingten Geheimhaltungsinteressen im deutschen und US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, in: Burgard, Ulrich u. a. (Hrsg.), Festschrift für Uwe H. Schneider zum 70. Geburtstag, Köln 2011, S. 333 ff.
- Fleischer*, Holger: Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2009, 505 ff.
- Fleischer*, Holger: Organpublizität im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, NZG 2006, 561 ff.
- Fleischer*, Holger: Handbuch des Vorstandsrechts, München 2006.
- Fleischer*, Holger: Legal Transplants im deutschen Aktienrecht, NZG 2004, 1129 ff.
- Fleischer*, Holger: Zum Grundsatz der Gesamtverantwortung im Aktienrecht, NZG 2003, 449 ff.
- Fleischer*, Holger: Vorstandsverantwortlichkeit und Fehlverhalten von Unternehmensangehörigen – Von der Einzelüberwachung zur Errichtung einer Compliance-Organisation, AG 2003, 291 ff.
- Fleischer*, Holger: Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, 2977 ff.
- Fleischer*, Holger: Informationsasymmetrien im Vertragsrecht. Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten, München 2001.
- Fleischer*, Holger: Vertragsschlußbezogene Informationspflichten im Gemeinschaftsprivatrecht, ZEuP 2000, 772 ff.
- Fleischer*, Holger/*Zimmer*, Daniel: Effizienzorientierung im Handels- und Wirtschaftsrecht – Einführung und Überblick, in: Fleischer, Holger/*Zimmer*, Daniel (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, Frankfurt a. M. 2008, S. 1 ff.
- Fietz*, Timo: Die Wissenszurechnung gegenüber juristischen Personen. Untersucht am Beispiel der kapitalmarktrechtlichen Emittentenhaftung nach §§ 97, 98 WpHG, Berlin 2021.
- Fischel*, Daniel: Secondary Liability under Section 10(b) of the Securities Act of 1934, 69 Cal. L. Rev. (1981), 80 ff.
- Fox*, Merritt: Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade, Wis. L. Rev. 2009, 297 ff.
- Fox*, Merritt: Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment, 85 Va. L. Rev. (1999), 1335 ff.

- Fox, Merritt*: Required Disclosure and Corporate Governance, 62 Law Contemp. Probl. (1999), 113 ff.
- Fox, Merritt*: Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom, 95 Mich. L. Rev. (1997), 2498 ff.
- Freitag, Robert*: Neue Publizitätspflichten für institutionelle Anleger?, AG 2014, 647 ff.
- Frenz, Walter*: Handbuch Europarecht, Band 4: Europäische Grundrechte, Berlin, Heidelberg, 2009.
- Fuchs, Andreas* (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Kommentar, 2. Auflage, München 2016.
- Gaßner, Timm*: Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht. Ein Beitrag zum Spannungsverhältnis zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, Baden-Baden 2020.
- Gasteyer, Thomas/Goldschmidt, Christof-Ulrich*: Wissenszurechnung bei juristischen Personen und im Konzern, AG 2016, 116 ff.
- Gehling, Christian*: Selbstbefreiung und Selbstbelastungsfreiheit, ZIP 2018, 2008 ff.
- Gilotta, Sergio*: Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis, 13 EBOR (2012), 45 ff.
- Gilson, Ronald/Kraakman, Reiner*: The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. (1984), 549 ff.
- Gleß, Sabine*: *Nemo tenetur se ipsum accusare* und verwaltungsrechtliche Auskunftspflichten. Konflikt und Lösungsansätze am Beispiel der Schweizer Finanzmarktaufsicht in: Fahl, Christian/Müller, Eckhart/Satzger, Helmut/Swoboda, Sabine (Hrsg.), Festschrift für Werner Beulke zum 70. Geburtstag, Heidelberg 2015, S. 723 ff.
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne*: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, – Band 2: §§ 76–117 AktG, MitbestG, DrittelbG, 5. Auflage, München 2019.  
– Band 7: Europäisches Aktienrecht, 5. Auflage, München 2021.
- Götz, Heinrich*: Die Überwachung der Aktiengesellschaft im Lichte jüngerer Unternehmenskrisen, AG 1995, 337 ff.
- Goldschmidt, Christof-Ulrich*: Die Wissenszurechnung. Ein Problem der jeweiligen Wissensnorm, entwickelt am Beispiel des § 463 S. 2 BGB, Berlin 2001.
- Gordon, Jeffrey/Kornhauser, Lewis*: Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research, 60 N. Y. U. L. Rev. (1985), 761 ff.
- Goshen, Zohar/Parchomovsky, Gideon*: The Essential Role of Securities Regulation, 55 Duke L. J. (2006), 711 ff.
- Goshen, Zohar/Parchomovsky, Gideon*: On Insider Trading, Markets, And “Negative” Property Rights in Information, 87 Va. L. Rev. (2001), 1229, 1244 ff.
- Grabenwarter, Christoph/Pabel, Katharina*: Europäische Menschenrechtskonvention, 7. Auflage, München 2021.
- Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin* (Hrsg.): Das Recht der Europäischen Union, Werkstand: 71. Ergänzungslieferung, München 2020.



- Graf, Jürgen Peter/Jäger, Markus/Wittig, Petra* (Hrsg.): Wirtschafts- und Steuerstrafrecht. Kommentar, 2. Auflage, München 2017.
- Grantham, Ross*: Corporate Knowledge: Identification or Attribution?, 59 M.L.R. (1996), 732 ff.
- Grigoleit, Hans Christoph* (Hrsg.): Aktiengesetz. Kommentar. 2. Auflage, München 2020.
- Grigoleit, Hans Christoph*: Zivilrechtliche Grundlagen der Wissenszurechnung, ZHR 181 (2017), 160 ff.
- Grigoleit, Hans Christoph*: Anlegerschutz – Produktinformationen und Produktverbote, ZHR 177 (2013), 264 ff.
- Grigoleit, Hans Christoph*: Vorvertragliche Informationshaftung. Vorsatzdogma, Rechtsfolgen, Schranken, München 1997.
- von der Groeben, Hans/Schwarze, Jürgen/Hatje, Armin* (Hrsg.): Europäisches Unionsrecht. Vertrag über die Europäische Union. Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Charta der Grundrechte der Europäischen Union, 7. Auflage, Baden-Baden 2015.
- Groß, Wolfgang*: Befreiung von der Ad-Hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, in: Burgard, Ulrich (Hrsg.), Festschrift für Uwe H. Schneider zum 70. Geburtstag, Köln 2011, S. 385 ff.
- Groß, Wolfgang/Royé, Claudia*: EU-Marktmissbrauchsverordnung: Ergebnisse einer Umfrage und Versuch einer Präzisierung, BKR 2019, 272 ff.
- Grunewald, Barbara*: Information als Grundlage der Leitung und Überwachung, ZGR 2020, 469 ff.
- Grunewald, Barbara*: Interne Aufklärungspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat, NZG 2013, 841 ff.
- Grunewald, Barbara*: Wissenszurechnung bei juristischen Personen, in: Beisse, Heinrich/Lutter, Marcus (Hrsg.), Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag, Berlin u. a. 1993, S. 301 ff.
- Grunewald, Barbara/Maier-Reimer, Georg/Westermann, Harm P.* (Hrsg.): Erman Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar mit AGG, EGBGB (Auszug), ErbbauRG, LPartG, ProdHaftG, VBG, VersAusglG und WEG, Band I, 16. Auflage, Köln 2020.
- Gsell, Beate/Krüger, Wolfgang/Lorenz, Stephan/Reymann, Christoph* (Hrsg.): BeckOGK Bürgerliches Gesetzbuch, München Stand: 1.5.2021.
- Gunßer, Christian*: Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei zukunftsbezogenen Sachverhalten, NZG 2008, 855 ff.
- Gunßer, Christian*: Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und -übernahmen, Baden-Baden 2008.
- Guttentag, Micheal*: An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies, 32 Fla. St. U. L. Rev. (2004), 123 ff.
- Guski, Roman*: Was wissen Verbände? Zur „Wissenszurechnung“ im Gesellschaftsrecht, ZHR 184 (2020), 363 ff.
- Habbe, Julia Sophia/Gieseler, Konrad*: Beweiserleichterungen bei (angeblich) fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen?, NZG 2016, 454 ff.

- Habersack*, Mathias: Non-Compliance, Kursspezifität und Kursrelevanz. Zur Relevanz der Aufdeckungswahrscheinlichkeit im Rahmen des Art. 7 Abs. 1 MAR, AG 2020, 697 ff.
- Habersack*, Mathias: Marktmissbrauchsrecht und Aktienrecht – Zielkonflikte im Zusammenhang mit der Ad hoc-Publizitätspflicht, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin, Boston 2019, S. 217 ff.
- Habersack*, Mathias: Verschwiegenheitspflicht und Wissenszurechnung – insbesondere im Konzern und mit Blick auf die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität – Zugleich Besprechung des BGH-Urteils vom 26.04.2016 – XI ZR 108/15, DB 2016, 1551 ff.
- Habersack*, Mathias/*Drinhausen*, Florian (Hrsg.): SE-Recht. Mit grenzüberschreitender Verschmelzung, 2. Auflage, München 2016.
- Habersack*, Mathias/*Mülbert*, Peter/*Schlitt*, Michael (Hrsg.): Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Auflage, München 2020.
- Hacker*, Philipp: Verhaltens- und Wissenszurechnung beim Einsatz von Künstlicher Intelligenz, RW 2018, 243 ff.
- Haerberle*, Kevin/*Henderson*, Todd: Making a Market for Corporate Disclosure, 35 Yale J. Regul. (2018), 383 ff.
- Harbarth*, Stephan: Anforderungen an die Compliance-Organisation in börsennotierten Unternehmen, ZHR 179 (2015), 136 ff.
- Harbarth*, Stephan: Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898 ff.
- Harke*, Jan Dirk: Wissen und Wissensnormen. Zur Behandlung von Organisationswissen im Bürgerlichen Recht, 2017.
- Harnos*, Rafael: Einfluss des europarechtlichen Effektivitätsgebots auf das Anlegerschutzrecht, ZEuP 2015, 546 ff.
- Hartmann*, Nicolei: Möglichkeit und Wirklichkeit, 3. Auflage, Berlin 1966.
- Hart-Hönig*, Kai: Verteidigung von Unternehmen und Organmitgliedern unter dem Compliance-Regime – Zur Möglichkeit autonomer Verteidigung bei Internal Investigations, in: Wahle, Eberhard/Lüderssen, Klaus/Volk, Klaus (Hrsg.), Festschrift für Wolf Schiller zum 65. Geburtstag am 12. Januar 2014, S. 281 ff.
- Hansen*, Jesper: Issuers' duty to disclose inside information, 18 ERA Forum (2017), 21 ff.
- Hansen*, Jesper: Market Abuse Case Law –Where Do We Stand With MAR?, ECFR 2017, 367 ff.
- Hauschka*, Christoph: Kontinuität und Wandel um Statut für die Europäische Aktiengesellschaft (SE) 1989, EuZW 1990, 181 ff.
- Hauschka*, Christoph/*Moosmayer*, Klaus/*Lösler*, Thomas (Hrsg.): Corporate Compliance. Handbuch zur Haftungsvermeidung im Unternehmen, 3. Auflage, München 2016.
- Hecker*, Bernd: Europäisches Strafrecht, 5. Auflage, Berlin, Heidelberg 2015.
- Hellgardt*, Alexander: Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformationshaftung, AG 2012, 154 ff.

- Hellgardt, Alexander*: Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Rechtsprechung zur Kapitalmarktinformationshaftung, DB 2012, 673 ff.
- Hellgardt, Alexander*: Europäisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance, in: Baum, Harald/Fleckner, Andreas/Hellgardt, Alexander/Roth, Markus u. a. (Hrsg.), Perspektiven des Wirtschaftsrechts; deutsches, europäisches und internationales Handels-, Gesellschafts-, und Kapitalmarktrecht. Beiträge für Klaus J. Hopt aus Anlass seiner Emeritierung, Berlin 2008, S. 397 ff.
- Hellgardt, Alexander*: Kapitalmarktdeliktensrecht. Haftung von Emittenten, Bietern, Organwaltern und Marktintermediären. Grundlage, Systematik, Einzelfragen, Tübingen 2008.
- Hemeling, Peter*: Ad-hoc-Publizität nach dem neuen Emittentenleitfaden der BaFin – Ist das Ende der Fahnenstange erreicht?, ZHR 184 (2020), 397 ff.
- Henning, Peter*: Information als Grundlage für Leitung und Überwachung. Beobachtungen und Schlussfolgerungen aus der Aufsichtspraxis – Responsio, ZGR 2020, 485 ff.
- Hirte, Heribert/Möllers, Thomas* (Hrsg.): Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln 2014.
- Hirte, Heribert/Mülbert, Peter/Roth, Markus* (Hrsg.): Aktiengesetz. Großkommentar.
- Erster Band: § 1–22 AktG, 5. Auflage, Berlin, München, Boston 2017.
  - Vierter Band, Teilband 1: §§ 76–91 AktG, 5. Auflage, Berlin, München, Boston 2015.
  - Fünfter Band: §§ 95–116, 5. Auflage, Berlin, München, Boston 2019.
- Hoening, Klaus Marinus/Klingen, Sebastian*: Grenzen der Wissenszurechnung beim Unternehmenskauf, NZG 2013, 1046 ff.
- Hoffmann-Becking, Michael*: Organe: Strukturen und Verantwortlichkeiten, insbesondere im monistischen System, ZGR 2004, 355 ff.
- Holle, Philipp Maximilian*: Kommunikation des Aufsichtsrats mit Marktteilnehmern ZIP 2019, 1895 ff.
- Hölters, Wolfgang* (Hrsg.): Aktiengesetz. Kommentar, 3. Auflage, München 2017.
- Hommelhoff, Peter*: Gesellschaftsrechtliche Fragen im Entwurf eines SE-Statuts, AG 1990, 422 ff.
- Hong, Mathias*: Subjektive Rechte und Schutznormtheorie im europäischen Verwaltungsrechtsraum, JZ 2012, 380 ff.
- Honsel, Heinrich*: Der Ersatz reiner Vermögensschäden in Rechtsgeschichte und Rechtsvergleichung, in: Rauscher, Thomas/Mansel, Heinz-Peter (Hrsg.), Festschrift für Werner Lorenz zum 80. Geburtstag, München 2001, S. 483 ff.
- Hopt, Klaus*: Interne Untersuchungen, Whistleblowing und externes Monitoring, ZGR 2020, 373 ff.
- Hopt, Klaus*: Corporate Governance von Finanzinstituten. Empirische Befunde, Theorie und Fragen in den Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, ZGR 2017, 438 ff.
- Hopt, Klaus*: Die Publizität von Kapitalgesellschaften – Grundsätzliche Überlegungen zum Stand nach der 4. EG-Richtlinie und zur Reformdiskussion in den USA, ZGR 1980, 225 ff.

- Hopt, Klaus/Kumpan, Christoph*: Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A. Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR), ZGR 2017, 765 ff.
- Hopt, Klaus/Voigt, Hans-Christoph* (Hrsg.): Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung. Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Tübingen 2005.
- Hössl-Neumann, Mario*: Informationsregulierung durch Insiderrecht, Tübingen 2020.
- Hüffer, Uwe* (Begr.)/*Koch, Jens*: Aktiengesetz, Kommentar, 15. Auflage, München 2021.
- v. *Hulle, Karel/Maul, Silja/Drinhausen, Florian* (Hrsg.): Handbuch zur Europäischen Gesellschaft (SE), München 2007.
- Ihrig, Hans-Christoph*: Insiderinformationen im Aufsichtsrat – eine Bestandsaufnahme unter spezieller Berücksichtigung von Personalentscheidungen, in: Hoffmann-Becking, Michael/Hommelhoff, Peter, Festschrift für Gerd Krieger zum 70. Geburtstag, München 2020, S. 437 ff.
- Ihrig, Hans-Christoph*: Wissenszurechnung im Kapitalmarktrecht – untersucht anhand der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR, ZHR 181 (2017), 381 ff.
- Ihrig, Hans-Christoph/Kranz, Christopher*: Das Geltl/Daimler-Verfahren in der nächsten Runde – Keine abschließende Weichenstellung des BGH für die Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Geschehensabläufen. Kommentar zu BGH v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, AG 2013, 515 ff.
- Ihrig, Hans-Christoph/Kranz, Christopher*: EuGH-Entscheidung Geltl/Daimler: „Selbstbefreiung“ von der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Offene Streitfragen im Umgang mit § 15 Abs. 3 WpHG, BB 2013, 451 ff.
- Ihrig, Hans-Christoph/Schäfer, Carsten* (Hrsg.): Rechte und Pflichten des Vorstands, 2. Auflage, Köln 2020.
- Immenga, Ulrich/Mestmäcker, Ernst-Joachim* (Hrsg.): Wettbewerbsrecht, Band 1: Europäisches Kartellrecht, 6. Auflage, München 2019.
- Jarass, Hans*: Charta der Grundrechte der EU. Kommentar, 4. Auflage, München 2021.
- Jarass, Hans*: Das Grundrecht auf Achtung des Familienlebens, FamRZ 2012, 1181 ff.
- Jarass, Hans/Beljijn, Saša*: Die Bedeutung von Vorrang und Durchführung des EG-Rechts für die nationale Rechtssetzung und Rechtsanwendung, NVwZ 2004, 1 ff.
- Jensen, Michael/Meckling, William*: Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 2 J. Financ. Econ. (1976), 305 ff.
- Joecks, Wolfgang/Miebach, Klaus* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum StGB,  
– Band 1: §§ 1–37, 4. Auflage, München 2020.  
– Band 4: §§ 185–262, 4. Auflage, München 2021.
- Jones, Michael*: Where to Point the Finger: Omnicare’s Attempt to Rectify the Collective Scierter Debate, 57 B.C.L.Rev. (2016), 695 ff.
- Jung, Shindong*: Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen. Mit rechtsvergleichenden Hinweisen zum koreanischen Recht, Baden-Baden 2017.

- Just, Clemes/Voß, Thorsten/Ritz, Corinna/Becker, Ralf* (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Kommentar, München 2015.
- Kahan, Marcel*: Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices, 41 Duke L. J. (1992), 977 ff.
- Kalss, Susanne*: Aktionärsinformation, ZGR 2020, 217 ff.
- Kelsen, Hans*: Reine Rechtslehre, 2. Auflage Wien 1967.
- Kiefer, Alexander/Krämer, Lutz /Happ, Benedikt*: Ad-hoc-Publizität und Insiderrecht nach dem neuen Modul C des Emittentenleitfadens, DB 2020, 1386 ff.
- Kiesewetter, Matthias/Parmentier, Miriam*: Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts – ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, BB 2013, 2371 ff.
- Kleinmann, Niko J.*: Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG. Notwendigkeit einer segmentspezifischen Deregulierung, Sternenfels 1998.
- Klöhn, Lars* (Hrsg.): Marktmissbrauchsverordnung. Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, Kommentar, München 2018.
- Klöhn, Lars*: Die (Ir-)Relevanz der Wissenszurechnung im neuen Recht der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots, NZG 2017, 1285 ff.
- Klöhn, Lars*: Die Regelung legitimer Handlungen im neuen Insiderrecht (Art. 9 MAR), ZBB 2017, 261 ff.
- Klöhn, Lars*: Die Spector-Vermutung und deren Widerlegung im neuen Insiderrecht, WM 2017, 2085 ff.
- Klöhn, Lars*: Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, 423 ff.
- Klöhn, Lars*: Kapitalmarktinformationshaftung für Corporate-Governance-Mängel?, ZIP 2015, 1145 ff.
- Klöhn, Lars*: Die private Durchsetzung des Manipulationsverbots. Europarechtliche Vorgaben und rechtsökonomische Erkenntnisse, in: Kalss, Susanne/Fleischer, Holger/Vogt, Hans-Ueli (Hrsg.), Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in Deutschland, Österreich und der Schweiz 2013, Tübingen 2014, S. 229 ff.
- Klöhn, Lars*: Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas – Am Beispiel des „verständigen Anlegers“ im Sinne des deutschen und europäischen Insiderrechts, ZHR 177 (2013), 349 ff.
- Klöhn, Lars*: Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, WM 2010, 1869 ff.
- Klueß, Achim*: Zurechenbarkeit von Wissen – Der Sonderweg der Arbeitsgerichtsbarkeit, NZA 2018, 491 ff.
- Koch, Jens*: Informationsweitergabe und Informationsasymmetrien im Gesellschaftsrecht, ZGR 2020, 183 ff.
- Koch, Jens*: Die Ad-Hoc-Publizität: Veröffentlichungs- oder Wissensorganisationspflicht?, AG 2019, 273 ff.

- Koch, Jens*: Wissenszurechnung aus dem Aufsichtsrat, ZIP 2015, 1757 ff.
- Koch, Jens*: Beschlusserfordernis und rechtmäßiges Alternativverhalten bei der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG, in: Casper, Matthias/Klöhn, Lars/Roth, Wulf-Henning/Schmies, Christan (Hrsg.), Festschrift für Johannes Köndgen zum 70. Geburtstag, Köln 2016, S. 329 ff.
- Koch, Jens*: Beschränkung der Regressfolgen im Kapitalgesellschaftsrecht, AG 2012, 429 ff.
- Kocher, Dirk*: Insiderinformationen bei der abhängigen Gesellschaft im Vertragskonzern, NZG 2018, 1410 ff.
- Kocher, Dirk/Schneider, Sebastian*: Zuständigkeitsfragen im Rahmen der Ad-hoc-Publizität, ZIP 2013, 1607 ff.
- Koch, Philipp*: Naming and shaming im Kapitalmarktrecht, Baden-Baden 2019.
- Koldehofe, Jan-Willem*: Die Nutzung einer Insiderinformation und legitime Handlungen, Baden-Baden 2021.
- Koller, Ingo*: Wissenszurechnung, Kosten und Risiken, JZ 1998, 75 ff.
- Kötz, Hein/Wagner, Gerhard*: Deliktsrecht, 14. Auflage, München 2021.
- Köndgen, Johannes*: Noch einmal: Beweislast bei Rückvergütungen („Kickback IV“), BKR 2009, 376 ff.
- Köndgen, Johannes*: Effizienzorientierung im Kapitalmarktrecht?, in: Fleischer, Holger/Zimmer, Daniel (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, Frankfurt a. M. 2008, S. 100 ff.
- Korch, Stefan*: Bericht über die Diskussion (ZGR Symposium „Informationen im Unternehmen“), ZGR 2020, 286 ff.
- Kozioł, Helmut*: Generalnorm und Einzeltatbestände als Systeme der Verschuldenshaftung: Unterschiede und Angleichungsmöglichkeiten, ZEuP 1995, 359 ff.
- Kraack, Jörg-Peter*: Der neue Emittentenleitfaden zum Marktmissbrauchsrecht. Neuakzentuierte Aufsichtspraxis zum Insider- und Ad-hoc-Recht nach dem Modul C des neuen Emittentenleitfadens der BaFin, ZIP 2020, 1389 ff.
- Kraakman, Reinier u. a. (Hrsg.)*: The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, 3. Auflage, Oxford 2017.
- Krause, Hartmut*: Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, CCZ 2014, 248 ff.
- Kress, Sabine*: Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung. Eine Analyse aus institutionenökonomischer Perspektive, Wiesbaden 1996.
- Kröll, Stefan/Mistelis, Loukas/Perales Viscasillas, Pilar*: UN Convention on Contracts for the International Sales of Goods (CISG). A Commentary, 2. Auflage, München 2018.
- Krug, Kirsten*: Der Rückzug von der Börse. Widerstreitende Interessen von Groß- und Minoritätsaktionären beim Delisting, Baden-Baden 2019.
- Kuthe, Thorsten*: Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883 ff.
- Kuthe, Thorsten/Lingen, Gero*: Neuer BaFin-Emittentenleitfaden zur Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings, CB 2020, 270 ff.

- Kumpan*, Christoph: Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung – Untersuchung wesentlicher Neuerungen und deren Auswirkungen auf Emittenten, DB 2016, 2039 ff.
- Kumpan*, Christoph: Die neuen Regelungen zu Directors’ Dealings in der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2016, 446 ff.
- Kumpan*, Christoph/*Misterek*, Robin: Ad-hoc-Publizitätspflicht einer Muttergesellschaft bei konzerndimensionalen Sachverhalten, ZBB 2020, 10 ff.
- Kumpan*, Christoph/*Misterek*, Robin: Der verständige Anleger in der Marktmissbrauchsverordnung. Zu den Eigenschaften der Maßstabsfigur für Insiderinformationen, ZHR 184 (2020), 180 ff.
- Kumpan*, Christoph/*Misterek*, Robin: Neues zur Ad-hoc-Publizität – Modul C des neuen BaFin-Emittentenleitfadens und seine Rezeption, EuZW 2019, 961 ff.
- Kümpel*, Siegfried: Zum Begriff der Insidertatsache, WM 1994, 2137 ff.
- Kümpel*, Siegfried/*Mülberr*, Peter/*Früh*, Andreas/*Seyfried*, Thorsten (Hrsg.): Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, Köln 2019.
- Kümpel*, Siegfried/*Wittig*, Arne (Hrsg.): Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage (Altauflage), Köln 2011.
- Kutscher*, Nicolas: Organhaftung als Instrument der aktienrechtlichen Corporate Governance, Baden-Baden 2017.
- Lackner*, Karl/*Kühl*, Kristian/*Heger*, Martin (Hrsg.): Strafgesetzbuch. Kommentar, 29. Auflage, München 2018.
- Langevoort*, Donald: On Leaving Corporate Executives Naked, Homeless and without Wheels: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the Debate over Entity versus Individual Liability, 42 Wake Forest L. Rev. (2007), 627 ff.
- Langevoort*, Donald: Organized illusions: A behavioral theory of why corporations mislead stock market investors (and cause other social harms), 146 U. Pa. L. Rev. (1997), 101 ff.
- Langenbacher*, Katja: In Brüssel nichts Neues? – Der „verständige Anleger“ in der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2016, 417 ff.
- Langenbacher*, Katja: Der „vernünftige Anleger“ vor dem EuGH. Zu den Schlussanträgen des GA Mengozzi in der Sache „Schrepp“, BKR 2012, 145 ff.
- Langheld*, Georg Christian: Vielsprachige Normenverbindlichkeit im Europäischen Strafrecht, Baden-Baden 2016.
- Larenz*, Karl: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Auflage, Berlin u. a. 1991.
- Laufhütte*, Heinrich-Wilhelm/*Rissing-van Saan*, Ruth/*Tiedemann*, Klaus (Hrsg.): Strafgesetzbuch – Leipziger Kommentar. Großkommentar, 9. Band, Teilband 1: §§ 263 bis 266b, 12. Auflage, Berlin u. a. 2012.
- Leczykiewicz*, Dorota: Private Party Liability in EU law: In Search of the General Regime, 12 Cambridge Y. B. Eur. Legal Stud. (2010), 257 ff.
- Lehmann*, Christoph: Wissenszurechnung in Vertragsverhältnissen: Bestandsaufnahme unter Berücksichtigung der Privatisierungsverträge der Treuhandanstalt, DStR 1995, 1027 ff.

- Lehmann, Matthias/Kumpan, Christoph*: European Financial Services Law, Article-by-Article Commentary, Baden-Baden 2019.
- Leyendecker-Langner, Benjamin/Kleinhenz, Holger*: Emittentenhaftung für Insiderwissen im Aufsichtsrat bei fehlender Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG, AG 2015, 72 ff.
- Leyens, Patrick C.*: Ad-Hoc-Information der Anleger: Zwischenschritte und Compliance-Vorfälle als Insiderinformation, ZGR 2020, 256 ff.
- Liebscher, Thomas*: Zurechnung als Rechtsproblem. Insbesondere die Problematik der zivilrechtlichen Wissenszurechnung, ZIP 2019, 1837 ff.
- von der Linden, Klaus*: Das neue Marktmissbrauchsrecht im Überblick, DStR 2016, 1036 ff.
- Lipton, Ann M.*: Slouching towards Monell: The Disappearance of Vicarious Liability under Section 10(B), 92 Wash. U. L. Rev. (2015), 1261 ff.
- Löbbe, Marc*: Die Selbstbefreiung (Art. 17 Abs. 4 MAR) durch den Aufsichtsrat in Personalangelegenheiten, in: Hoffmann-Becking, Michael/Hommelhoff, Peter, Festschrift für Gerd Krieger zum 70. Geburtstag, München 2020, S. 607 ff.
- Löbbe, Marc*: Unternehmenskontrolle im Konzern. Die Kontrollaufgaben von Vorstand, Geschäftsführer und Aufsichtsrat, Heidelberg 2003.
- Loewenheim, Ulrich/Meessen, Karl/Riesenkampff, Alexander/Kersting, Christian/Meyer-Lindemann, Hans Jürgen* (Hrsg.): Kartellrecht. Kommentar zum Deutschen und Europäischen Recht, 4. Auflage, München 2020.
- Lücker, Volker*: Der Straftatbestand des Mißbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Köln u. a. 1998.
- Lutter, Marcus/Bayer, Walter/Schmidt, Jessica Schmidt* (Hrsg.): Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht. Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien, 6. Auflage, Berlin, Boston 2018.
- Mader, Florian*: Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, Tübingen 2016.
- Mader, Florian*: Die Pflicht zur Informationsweitergabe im faktischen Konzern – Zugleich ein Beitrag zur aktuellen Diskussion um die Wissenszurechnung im Unternehmensverbund, Der Konzern 2015, 476 ff.
- Mahoney, Paul*: Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, 62 U. Chi. L. Rev. (1995), 1047 ff.
- Mankiw, Nicholas Gregory/Taylor, Mark*: Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 7. Auflage, Stuttgart 2018.
- Mannheim, Hermann*: Mens Rea in German and English Criminal Law – III, 18 J. Comp. Leg. & Int. (1936), 78 ff.
- Mansdörfer, Marco/Timmerbeil, Sven*: Das Modell der Verbandshaftung im europäischen Kartellbußgeldrecht, EuZW 2011, 214 ff.
- Manz, Gerhard/Meyer, Barbara/Schröder, Albert*: Europäische Aktiengesellschaft, 3. Auflage, Baden-Baden 2019.
- Marsch-Barner, Reinhard/Schäfer, Frank A.* (Hrsg.): Handbuch börsennotierte AG. Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln 2018.



- Markworth*, David: Marktmissbrauchsverordnung und effet utile – Europarechtlich determinierte Zeitenwende im Kapitalmarktdeliktsrecht?, ZHR 183 (2019), 46 ff.
- Masing*, Johannes: Die Mobilisierung des Bürgers für die Durchsetzung des Rechts. Europäische Impulse für eine Revision der Lehre vom subjektiv-öffentlichen Recht, Berlin 1997.
- Maume*, Philipp: Staatliche Rechtsdurchsetzung im deutschen Kapitalmarktrecht: eine kritische Bestandsaufnahme, ZHR 180 (2016), 358 ff.
- Maume*, Philipp/*Kellner*, Martin: Directors' Dealings unter der EU-Marktmissbrauchsverordnung. Placebo oder Paradigmenwechsel?, ZGR 2017, 273 ff.
- Medicus*, Dieter: Die Probleme der Wissenszurechnung, Karlsruher Forum 1994, Möglichkeiten der Wissenszurechnung, VersR Sonderheft, S. 4 ff.
- Medicus*, Dieter: Anmerkung zu BGH, Urt. v. 2.2.1996, WuB IV A. § 166 BGB 1.96, S. 726 f.
- Mennicke*, Petra: Steine statt Brot – Weiterhin keine Rechtssicherheit zur Ad-hoc-Publizität bei sog. gestreckten Entscheidungsprozessen. Zugleich Besprechung von BGH, Beschl. v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, ZBB 2013, 244 ff.
- Merkner*, Andreas/*Sustmann*, Marc: Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts, AG 2012, 315 ff.
- Merkner*, Andreas/*Sustmann*, Marc: Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität – Das Anleger-schutzverbesserungsgesetz „in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin“, NZG 2005, 729 ff.
- Merkner*, Andreas/*Sustmann*, Marc/*Retsch*, Alexander: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität im neuen Emittentenleitfaden der BaFin, AG 2019, 621 ff.
- Merkner*, Andreas/*Sustmann*, Marc/*Retsch*, Alexander: Update: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität im neuen (und nun finalen) Emittentenleitfaden der BaFin, AG 2020, 477 ff.
- Merkt*, Hanno: Anwendungsprobleme bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht, in: Hoffmann-Becking, Michael/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Festschrift für Gerd Krieger zum 70. Geburtstag, München 2020 S. 647 ff.
- Merkt*, Hanno: Unternehmenspublizität. Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, 2001.
- Messer*, Herbert: Einleitende Bemerkungen zur Diskussion (2), in: Hadding, Walther/Hopt, Klaus J./Schminsky, Herbert (Hrsg.), Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute – Der moderne Schuldturn?, Bankrechtstag 1992, Berlin/New York, 1993, S. 73 ff.
- Mestmäcker*, Ernst-Joachim/*Schweitzer*, Heike (Hrsg.): Europäisches Wettbewerbsrecht, 3. Auflage, München 2014.
- Meyer*, Andreas/*Veil*, Rüdiger/*Rönnau*, Thomas (Hrsg.): Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 1. Auflage, München 2018.
- Meyer*, Jürgen/*Hölscheidt*, Sven (Hrsg.): Charta der Grundrechte der Europäischen Union, 5. Auflage, Baden-Baden 2019.
- Meyer-Ladewig*, Jens/*Nettesheim*, Martin/*von Raumer*, Stefan (Hrsg.): Europäische Menschenrechtskonvention. Handkommentar, 4. Auflage, Baden-Baden 2017.
- Mock*, Sebastian: Rezension: Chris Thomale, Der gespaltene Emittent, Ad-hoc-Publizität, Schadensersatz und Wissenszurechnung, Tübingen 2018, ZHR 184 (2020), 121 ff.

- Möllers, Thomas: Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht. Vollharmonisierung, Generalklauseln und *soft law* im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, ZEuP 2008, 480 ff.
- Möllers, Thomas: Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts. Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 208 (2008), 1 ff.
- Möllers, Thomas: Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch, ZBB 2003, 390 ff.
- Möllers, Thomas/Kernchen, Eva: Information Overload am Kapitalmarkt – Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis, ZGR 2011, 1 ff.
- Möllers, Thomas/Leisch, Franz Clemens: Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB, WM 2001, 1648 ff.
- Möllers, Thomas/Rotter, Klaus: Ad-hoc-Publizität. Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003.
- Mörsdorf, Oliver: Private Enforcement im sekundären Unionsprivatrecht – (k)eine klare Sache?, RabelsZ 83 (2019), 797 ff.
- Morell, Alexander: Gefahr erkannt, Gefahr gebannt? Ist eine Abfindung beim regulären De-listing aus Effizienzsicht überhaupt geboten?, ZBB 2016, 67 ff.
- Mülbert, Peter: Die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG durch den Aufsichtsrat, in: Habsack, Mathias/Huber, Karl/Spindler, Gerald (Hrsg.), Festschrift für Eberhard Stitz zum 65. Geburtstag, München 2014.
- Mülbert, Peter/Sajnovits, Alexander: Der Aufschub der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Internal Investigations – Teil II, WM 2017, 2041 ff.
- Mülbert, Peter/Sajnovits, Alexander: Verschwiegenheitspflichten von Aufsichtsratsmitgliedern als Schranken der Wissenszurechnung, NJW 2016, 2540 ff.
- Mueller, Gerhard: On Common Law Mens Rea, 42 Minn. L. Rev. (1958), 1043 ff.
- Müller-Erbach, Rudolf: Gefährdungshaftung und Gefahrtragung, AcP 106 (1910), 309 ff.
- Naumann, Klaus-Peter/Siegel, Daniel P.: Wissensorganisation, ZHR 181 (2017), 273 ff.
- Neumann, Laura Sophie: Wissenszurechnung bei juristischen Personen nach der Reform der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandels durch die MAR, Berlin 2020.
- Neye, Hans-Werner/Teichmann, Christoph: Der Entwurf für das Ausführungsgesetz zur Europäischen Aktiengesellschaft, AG 2003, 169 ff.
- Nieding, Klaus/Nowotka, Jonas: Der „Fall“ Wirecard: Zur Ad-hoc-Publizitätspflicht unternehmensinterner Untersuchungen, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1.
- Nietsch, Michael: Emittentenwissen, Wissenszurechnung und Ad-hoc-Publizitätspflicht, ZIP 2018, 1421 ff.
- Nietsch, Michael: Die Stellung des Aktionärs im europäischen Gesellschaftsrecht – vom Mitglied zum Anleger und wieder zurück?, ZVglRWiss 112 (2013), 45 ff.

- Nobbe*, Gerd: Die Wissenszurechnung in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs, in: Neues Schuldrecht und Bankgeschäfte, Wissenszurechnung bei Kreditinstituten: Bankrechtstag 2002, Berlin 2003, S. 121 ff.
- Nobel*, Peter: Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Auflage (Altauflage), Bern 2010.
- Di Noia*, Carmine/*Gargantini*, Matteo: Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime, ECFR 2012, 484 ff.
- Nolan*, Donal: Varying the Standard of Care in Negligence, 72 C.L.J. (2013), 651 ff.
- North*, Klaus: Wissensorientierte Unternehmensführung. Wissensmanagement gestalten, 7. Auflage, Wiesbaden 2021.
- Nyberg*, Anthony/*Fulmer*, Ingrid Smith/*Gerhart*, Barry/*Carpenter*, Mason: Agency Theory Revisited: CEO Returns and Shareholder Interest Alignment, 53 Acad. Manag. J. (2010), 1029 ff.
- Oersterle*, Dale Arthur: The Inexorable March Toward a Continuous Disclosure Requirement for Publicly Traded Corporations: "Are We There Yet?", 20 Cardozo L. Rev. (1998), 135 ff.
- Oliver*, Peter: The Protection of Privacy in the Economic Sphere before the European Court of Justice, 46 CMLR (2009), 1443 ff.
- Overland*, Juliette: There Was Movement At The Station For The Word Had Passed Around: How Does A Company Possess Inside Information Under Australian Insider Trading Laws?, 3 Macquarie J. Bus. L. (2006), 241 ff.
- Ott*, Nicolas/*Klein*, Karen: Hindsight Bias bei der Vorstandshaftung wegen Compliance-Verstößen, AG 2017, 209 ff.
- Passarge*, Malte: Vorstands-Doppelmandate – ein nach wie vor aktuelles Thema!, NZG 2007, 441 ff.
- Pechstein*, Matthias/*Nowak*, Carsten/*Häde*, Ulrich (Hrsg.): Frankfurter Kommentar zu EUV, GRC und AEUV, Band I: EUV und GRC, 1. Auflage, Tübingen 2017.
- Peel*, Edwin/*Goudkamp*, James: Winfield and Jolowicz On Tort, 19. Auflage, London 2014.
- Petsch*, Andrea: Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, Baden-Baden 2012.
- Pfeiffer*, Thomas: Organwissen und Grenzen der sekundären Darlegungslast, ZIP 2017, 2077 ff.
- Pfisterer*, Valentin: Unternehmensprivatsphäre. Verfassungsrechtliche Grenzen der Pflichtpublizität im europäischen Unternehmensrecht; eine Studie mit vergleichenden Bezügen zum Recht der Vereinigten Staaten von Amerika, Tübingen 2014.
- Pieroth*, Bodo: Interpretationsproblem § 48 IV VwVfG, NVwZ 1984, 681 ff.
- Platzgummer*, Winfried: Die Bewußtseinsform des Vorsatzes. Eine strafrechtsdogmatische Untersuchung auf psychologischer Grundlage, Wien 1964.
- Poelzig*, Dörte: Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2016, 761 ff.

- Poelzig*, Dörte: Insider-und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528 ff.
- Poelzig*, Dörte: Durchsetzung und Sanktionierung des neuen Marktmissbrauchsrechts, NZG 2016, 492 ff.
- Poelzig*, Dörte: Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht. Eine Untersuchung anhand des Marktmanipulationsverbots unter Berücksichtigung der Entwicklungen im europäischen Kartellrecht, ZGR 2015, 801 ff.
- Poelzig*, Dörte: Normdurchsetzung durch Privatrecht, Tübingen 2012.
- Poelzig*, Dörte/*Strobel*, Carl A.: COVID-19 und Ad-hoc-Publizität, JURA 2020, 1082 ff.
- Polinsky*, Mitchell/*Shavell*, Steven: Handbook of Law and Economics, Volume 1, Amsterdam 2007.
- Posner*, Richard/*Rosenfield*, Andrew: Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis, 6 J. Leg. Stud. (1977), 83 ff.
- Potacs*, Michael: Effet utile als Auslegungsgrundsatz, EuR 2009, 465 ff.
- Puppe*, Ingeborg: Die kleine Schule des juristischen Denkens, 4. Auflage, Göttingen 2019.
- Rabe*, Dieter: Die Behandlung der Bösgläubigkeit des Besitzdieners beim Besitzerwerb in § 990 BGB, Hamburg 1970.
- Rawls*, John: A Theorie of Justice, Cambridge Mass. 1971.
- Reichel*, Hans: Gutgläubigkeit beim Fahrniserwerb, Grünhuts Zeitschrift 42 (1916), 173 ff.
- Retsch*, Alexander: Die Selbstbefreiung nach der Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2016, 1201 ff.
- Reuter*, Alexander: Wissenszurechnung in Unternehmen, ZIP 2017, 310 ff.
- Reuter*, Alexander: Schadensersatz und Bußgelder zu Lasten des Unternehmens bei Ad hoc-Pflichtverstößen: Ein Verstoß gegen die Grundrechte und die Treuepflicht der Aktionäre?, NZG 2019, 321 ff.
- Riesenhuber*, Karl: Europäische Methodenlehre. Handbuch für Ausbildung und Praxis, 4. Auflage, Berlin u. a. 2021.
- Riesenhuber*, Karl: Europäische Methodenlehre. Handbuch für Ausbildung und Praxis, 3. Auflage (Altauflage), Berlin u. a. 2015.
- Risse*, Jörg: Wissenszurechnung beim Unternehmenskauf: Notwendigkeit einer Neuorientierung, NZG 2020, 856 ff.
- Rock*, Edward: Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure, 23 Cardozo L. Rev. (2002), 675 ff.
- Rodewald*, Jörg: Informationsmanagement im Unternehmen als Instrument zur Vermeidung von Organhaftung, GmbHR 2014, 639 ff.
- Rose*, Amanda: Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship between Public and Private Enforcement of Rule 10B–5, 108 Col. L. Rev. (2008), 1301 ff.
- Roth*, Konrad: Kartellrechtliche Leniency Programmes und Ad-hoc-Publizität nach MAR, Baden-Baden 2021.

- Roth, Simon*: Das Verhältnis zwischen verwaltungsrechtlichen Mitwirkungspflichten und dem Grundsatz *nemo tenetur se ipsum accusare*. Zusammenfassung und Würdigung der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte, ZStrR 2011, 296 ff.
- Roth, Wulf-Henning*: Effet utile im europäischen Kartellrecht, WRP 2013, 257 ff.
- Roth, Wulf-Henning*: Europäische Verfassung und europäische Methodenlehre, RabelsZ 75 (2011), 788 ff.
- Roxin, Claus*: Strafrecht Allgemeiner Teil, Band II: Besondere Erscheinungsformen einer Straftat, München 2003.
- Ruffert, Matthias*: Subjektive Rechte im Umweltrecht der Europäischen Gemeinschaft. Unter besonderer Berücksichtigung ihrer prozessualen Durchsetzung, Heidelberg 1996.
- Ruffner, Markus*: Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000.
- Rübenstahl, Markus/Hahn, Andreas/Voet van Vormizeele, Philipp* (Hrsg.): Kartell Compliance, Heidelberg 2019.
- Rückert, Christian*: Marktmanipulation durch Unterlassen und Bestimmtheitsprinzip, NStZ 2020, 391 ff.
- Rüthers, Bernd/Stadler, Astrid*: Allgemeiner Teil des BGB, 20. Auflage, München 2020.
- Ryser, Marc/Weber, Rolf H.*: Bekanntgabenaufschub gemäss Art. 54 KR, SZW/RSDA 2012, 85 ff.
- Säcker, Franz/Rixecker, Roland/Oetker, Hartmut/Limberg, Bettina* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch,
- Band 1: §§ 1–240 BGB, AllgPersönlR, ProstG, AGG, 8. Auflage, München 2018.
  - Band 4: §§ 433–534 BGB, Finanzierungsleasing, CISG, 8. Auflage, München 2019.
  - Band 5: §§ 535–630 h BGB, BetrKV, HeizkostenV, WärmeLV, EFZG, TzBfG, KSchG, MiLoG, 8. Auflage, München 2020.
  - Band 7: §§ 705–853 BGB, PartGG, ProdHaftG, 8. Auflage, München 2020.
- Safferling, Christoph*: Vorsatz und Schuld. Subjektive Täterelemente im deutschen und englischen Strafrecht, Tübingen 2008.
- Sajnovits, Alexander*: Ad-hoc-Publizität und Wissenszurechnung, WM 2016, 765 ff.
- Sallawitz, Hans-Joachim*: Die tatbestandliche Gleichstellung von grob fahrlässiger Unkenntnis mit Kenntnis, Kiel 1973.
- Sasse, Thorsten*: Die Grundrechtsberechtigung juristischer Personen durch die unternehmerische Freiheit gemäß Art. 16 der Europäischen Grundrechtecharta, EuR 2012, 628 ff.
- Satzger, Helmut*: Internationales und Europäisches Strafrecht, 9. Auflage, Baden-Baden 2020.
- Satzger, Helmut*: Das neue Völkerstrafgesetzbuch – Eine kritische Würdigung, NStZ 2002, 125 ff.
- Satzger, Helmut*: Die Europäisierung des Strafrechts. Eine Untersuchung zum Einfluß des Europäischen Gemeinschaftsrechts auf das deutsche Strafrecht, Köln u. a. 2001.

- Satzger, Helmut/Schluckebier, Wilhelm/Widmeier, Gunter* (Hrsg.): Strafprozessordnung mit GVG und EMRK. Kommentar, 4. Auflage, Köln 2020.
- Sauer, Heiko*: Die Grundfreiheiten des Unionsrechts. Eine Handreichung für die Fallbearbeitung, JuS 2017, 310 ff.
- Schäfer, Hans-Bernd/Ott, Claus*: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Auflage, Berlin u. a. 2020.
- Schaefer, Franz/Ortner, Martina*: Verhaltens- und Wissenszurechnung bei M&A-Transaktionen, DSStR 2017, 1710 ff.
- Schall, Alexander*: Companies Act. Kommentar, München 2014.
- Scheuing, Dieter*: Instrumente zur Durchführung des Europäischen Umweltrechts, NVwZ 1999, 475 ff.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.): Bankrechts-Handbuch, Band II, 5. Auflage, München 2017.
- Schmidt, Karsten*: Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, Köln 2002.
- Schmidt, Reimer*: Die Obliegenheiten. Studien auf dem Gebiet des Rechtszwanges im Zivilrecht unter besonderer Berücksichtigung des Privatversicherungsrechts, Karlsruhe 1953.
- Schmöckel, Mathias/Rückert, Joachim/Zimmermann, Reinhard* (Hrsg.): Historisch-kritischer Kommentar zum BGB, Band II, Schuldrecht: Allgemeiner Teil, §§ 241–432, Tübingen 2007.
- Schmolke, Ulrich*: Die neue Whistleblower-Richtlinie ist da! Und nun? Zur Umsetzung der EU-Richtlinie zum Schutz von Hinweisgebern in das deutsche Recht, NZG 2020, 5 ff.
- Schmolke, Ulrich*: Private Enforcement und institutionelle Balance. Verlangt das Effektivitätsgebot des Art. 4 III EUV eine Schadensersatzhaftung bei Verstoß gegen Art. 15 MAR?, NZG 2016, 721 ff.
- Schmolke, Ulrich*: Das Verbot der Marktmanipulation nach dem neuen Marktmissbrauchsregime. Ziele, Kennzeichen und Problemlagen der Neuregelung in Art. 12 f., 15 MAR, AG 2016, 434 ff.
- Schneider, Sven H.*: Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897 ff.
- Schneider, Uwe H./Burgard, Ulrich*: Treupflichten im mehrstufigen Unterordnungskonzern, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter/Hüffer, Uwe/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag, 2003, S. 579 ff.
- Schneider, Uwe H./Gilfrich, Stephanie Uta*: Die Entscheidung des Emittenten über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, BB 2007, 53 ff.
- Scholz, Francisco Javier Bedecarratz*: Rechtsvergleichende Studien zur Strafbarkeit juristischer Personen: Eine Untersuchung ihrer Strafzurechnungsmerkmale in den Rechtsordnungen von Chile, Deutschland, England, Frankreich, Spanien und den Vereinigten Staaten, Baden-Baden 2016.
- Scholz, Franz* (Hrsg.): Kommentar zum GmbH-Gesetz. Mit Anhang Konzernrecht, I. Band: §§ 1–34, 12. Auflage, Köln 2018.
- Scholz, Franz* (Hrsg.): Kommentar zum GmbH-Gesetz. Mit Anhang Konzernrecht, I. Band: §§ 1–34, 10. Auflage (Altauflage), Köln 2006.

- Schön, Wolfgang*: Informationspflichten der Unternehmensleitung zwischen Aktionärsinteresse, Kapitalmarktinformation und sozialer Verantwortung, in: Röthel, Anne/Faust, Florian/Boele-Woelki, Katharina/Jacobs, Matthias/Thorn, Karsten/Kuntz, Thilo/Weitemeyer, Birgit (Hrsg.), 2. Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Band II, München 2019.
- Schön, Wolfgang*: Unternehmenspublizität und Wettbewerb – eine ökonomische und rechtspolitische Perspektive, in: Schön, Wolfgang, Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, Berlin u. a. 2009.
- Schön, Wolfgang*: Corporate Disclosure in a Competitive Environment – The Quest for a European Framework on Mandatory Disclosure, 6 J. Corp. L. Stud. (2006), 259 ff.
- Schönke, Adolf/Schröder, Horst* (Hrsg.): Strafgesetzbuch, Kommentar, 30. Auflage, München 2019.
- Schörner, Christian*: Sud Fondi, Varvara und G.I.E.M.: Die Entscheidungen des EGMR zu einer italienischen Non-Conviction-Based-Confiscation als Indikator für die Konventionswidrigkeit des deutschen § 76a Abs. 4 StGB? Zugleich Anmerkung zu EGMR G.I.E.M. S.r.l. u. a. v. Italien, Urt. v. 28. 6. 2018 – 1828/06, 34163/07 und 19029/11, ZJS 2019, 144 ff.
- Schockenhoff, Martin*: Geheimhaltung von Compliance-Verstößen. Gesellschaftsrecht – Kapitalmarktrecht – Rechnungslegung, NZG 2015, 409 ff.
- Schockenhoff, Martin; Hoffmann, Silke*: Die Compliance-Verantwortung des Aufsichtsrats – ein Wachstumsmodell, ZGR 2021, 201 ff.
- Schoch, Friedrich*: Individualrechtsschutz im deutschen Umweltrecht unter dem Einfluß des Gemeinschaftsrechts, NVwZ 1999, 457 ff.
- Schrader, Paul Tobias*: Wissen im Recht. Definition des Gegenstandes der Kenntnis und Bestimmung des Kenntnisstandes als rechtlich relevantes Wissen, Tübingen 2017.
- Schultze, Isabell*: Europarechtliche Grenzen für die nationale Gesetzgebung im Bereich des Electronic Commerce, Baden-Baden 2010.
- Schulz, Stephan/Kuhnke, Michael*: Insider-Compliance-Richtlinien als Baustein eines umfassenden Compliance-Konzeptes, BB 2012, 143 ff.
- Schürnbrand, Jan*: Wissenszurechnung im Konzern – unter besonderer Berücksichtigung von Doppelmandaten, ZHR 181 (2017), 357 ff.
- Schürnbrand, Jan*: Organschaft im Recht der privaten Verbände, Tübingen 2007.
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel* (Hrsg.): Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage, München 2020.
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel* (Hrsg.): Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage (Altaufgabe), München 2010.
- Schwarzer, Eva-Maria*: Die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften mittels Privatrechts, Baden-Baden 2020.
- Schwintowski, Hans-Peter*: Die Zurechnung des Wissens von Mitgliedern des Aufsichtsrats in einem oder mehreren Unternehmen, ZIP 2015, 617 ff.
- Sealy, Len*: The Corporate Ego and Agency Untwined, 54 C.L.J. (1995), 507 ff.
- Seibt, Christoph*: Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, ZHR 177 (2013), 388 ff.

- Seibt, Christoph/Buck-Heeb, Petra/Harnos, Rafael* (Hrsg.): BeckOK Wertpapierhandelsrecht, 1. Edition, München, Stand: 1.7.2021.
- Seibt, Christoph/Cziupka, Johannes*: Rechtspflichten und Best Practices für Vorstands- und Aufsichtsrats handeln bei der Kapitalmarktrecht-Compliance, AG 2015, 93 ff.
- Seibt, Christoph/Kraack, Jörg-Peter*: Praxisleitfaden zum BaFin-Emittentenleitfaden Modul C. Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, BKR 2020, 313 ff.
- Seibt, Christoph/Wollenschläger, Bernward*: Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, 593 ff.
- Seidel, Andreas*: Die wertende Wissenszurechnung, Tübingen 2021.
- Seidel, Andreas*: Die Wissenszurechnung im einzelkaufmännischen Unternehmen, ZIP 2020, 1506 ff.
- Seidel, Andreas*: Die Kontextabhängigkeit der wertenden Wissenszurechnung, AG 2019, 492 ff.
- Seligman, Joel*: The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System, 9 J. Corp. L. (1983), 1 ff.
- Seyfarth, Georg*: Vorstandsrecht, Köln 2016.
- Shavell, Steven*: Foundations of Economic Analysis of Law, Cambridge Mass., London 2009.
- Sieber, Ulrich/Satzger, Helmut/von Heintschel-Heinegg, Bernd* (Hrsg.), Europäisches Strafrecht, 2. Auflage, Baden-Baden 2014.
- Siebold, Hanns Christoph*: Das neue Insiderrecht. Von der freiwilligen Selbstkontrolle zum internationalen Standard, Berlin 1994.
- Singhof, Bernd*: Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern, ZGR 2001, 146 ff.
- Simon, Stefan*: Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13 ff.
- Soergel, Hans Theodor* (Begr.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3/2, Schuldrecht 1/2, §§ 243–304, 13. Auflage, Stuttgart 2014.
- Spindler, Gerald*: Wissenszurechnung in der GmbH, der AG und im Konzern, ZHR 181 (2017), 311 ff.
- Spindler, Gerald*: Unternehmensorganisationspflichten. Zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungskonzepte, 2. Auflage, Göttingen 2011.
- Spindler, Gerald/Speier, Torben*: Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern, BB 2005, 2031 ff.
- Stahlhacke, Miriam*: Das Adverb *unverzüglich* und seine Entsprechungen in französischen und italienischen EU-Rechtsdokumenten, ZERL 2020, 1 ff. (abrufbar unter <https://zerl.uni-koeln.de/rubriken/forschung/stahlhacke-2020-unverzueglich-de-fr-it-eu-rechtsdokumente>)
- Staub, Hermann* (Begr.)/*Canaris, Claus-Wilhelm/Habersack, Mathias/Schäfer, Carsten* (Hrsg.): Handelsgesetzbuch, Band 11, Bankvertragsrecht, Erster Teilband, Investment Banking I, 5. Auflage, Berlin 2017.
- Stelkens, Paul/Bonk, Heinz Joachim/Sachs, Michael* (Hrsg.): Verwaltungsverfahrensgesetz. Kommentar, 9. Auflage, München 2018.



- Sternberg-Lieben, Detlev/Sternberg-Lieben, Irene*: Vorsatz im Strafrecht, JuS 2012, 976 ff.
- Stevens, Robert*: Vicarious liability or vicarious action?, 123 L. Q. R. (2007), 30 ff.
- Stoll, Hans*: Haftungsverlagerung durch beweisrechtliche Mittel, AcP 176 (1976), 145 ff.
- Stout, Lynn*: The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation, 87 Mich. L. Rev. (1988), 613 ff.
- Stürner, Rolf* (Hrsg.): Jauernig. Bürgerliches Gesetzbuch. Kommentar, 18. Auflage, München 2021.
- Taupitz, Jochen*: Die „Augen und Ohren“ des Versicherers, in: Hübner, Ulrich/Helten, Elmar/Albrecht, Peter (Hrsg.), Recht und Ökonomie der Versicherung, Festschrift für Egon Lorenz zum 60. Geburtstag, Karlsruhe 1994, S. 673 ff.
- Taupitz, Jochen*: Wissenszurechnung nach englischem und deutschem Recht, Karlsruher Forum 1994, Möglichkeiten der Wissenszurechnung, VersR Sonderheft, S. 16 ff.
- Taupitz, Jochen*: Anmerkung zu BGH v. 2. 2. 1996, JZ 1996, 734 ff.
- Teigelack, Lars*: Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung, BB 2012, 1361 ff.
- Thomale, Chris*: Internationale Kapitalmarktinformationshaftung, ZGR 2020, 332 ff.
- Thomale, Chris*: Zum subjektiven Tatbestand der Unterlassungshaftung nach § 97 WpHG, AG 2019, 189 ff.
- Thomale, Chris*: Kapitalmarktinformationshaftung ohne Vorstandswissen, NZG 2018, 1007 ff.
- Thomale, Chris*: Der gesplante Emittent. Ad-hoc-Publizität, Schadensersatz und Wissenszurechnung, Tübingen 2018.
- Thomale, Chris*: Wissenszurechnung im Gesellschaftsstrafrecht – deutsche Unternehmen vor französischen Strafgerichten, AG 2015, 641 ff.
- Thomale, Chris/Weller, Marc-Philippe*: Ad hoc-Publizitätshaftung – § 97 WpHG im Rechtsvergleich, in: Hoffmann-Becking, Michael/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Festschrift für Gerd Krieger zum 70. Geburtstag, München 2020.
- von Thur, Andreas*: Der allgemeine Teil des Deutschen Bürgerlichen Gesetzbuchs, 2. Band, 1. Hälfte, Leipzig, 1914.
- Tountopoulos, Vassilios*: Market Abuse and Private Enforcement, ECFR 2014, 297 ff.
- Towfigh, Emanuel/Petersen, Niels* (Hrsg.): Ökonomische Methoden im Recht. Eine Einführung für Juristen, 2. Auflage, Tübingen 2017.
- Triantis, George G*: Contractual Allocations of Unknown Risks: A Critique of the Doctrine of Commercial Impracticability, 42 U. Toronto L. J. (1992), 450 ff.
- Veil, Rüdiger* (Hrsg.): European Capital Markets Law, 2. Auflage, Oxford u. a. 2017.
- Veil, Rüdiger*: Sanktionsrisiken für Emittenten und Geschäftsleiter im Kapitalmarktrecht, ZGR 2016, 305 ff.
- Veil, Rüdiger*: Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85 ff.

- Veil*, Rüdiger: Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), 365 ff.
- Veil*, Rüdiger/*Koch*, Philipp: Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, WM 2011, 2297 ff.
- Tollkühn*, Oliver: Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 2215 ff.
- Ventoruzzo*, Marco/*Mock*, Sebastian (Hrsg.): Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide, Oxford 2017.
- Vetter*, Jochen: 50 Jahre Aktienkonzernrecht, in: Fleischer, Holger/Koch, Jens/Kropff, Bruno/Lutter, Marcus (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Berlin, Boston 2015.
- Verse*, Dirk: Doppelmandate und Wissenszurechnung im Konzern, AG 2015, 413 ff.
- Verse*, Dirk: Compliance im Konzern. Zur Legalitätskontrollpflicht der Geschäftsleiter einer Konzernobergesellschaft, ZHR 185 (2011), 401 ff.
- Viney*, Geneviève/*Jourdain*, Patrice: Les Conditions de la Responsabilité, 3. Auflage, Paris 2006.
- Wabnitz*, Heinz-Bernd/*Janovsky*, Thomas/*Schmitt*, Lothar (Hrsg.): Handbuch Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 5. Auflage, München 2020.
- Wagner*, Gerhard: Wissenszurechnung: Rechtsvergleichende und rechtsökonomische Grundlagen, ZHR 181 (2017), 203 ff.
- Wagner*, Gerhard: Anmerkung zu BGH, Urt. v. 28.6.2016 – VI ZR 536/15, JZ 2017, 522 ff.
- Wagner*, Gerhard: Rechtsdurchsetzung im Kapitalmarktrecht: Public versus Private Enforcement, in: Casper, Matthias/Klöhn, Lars/Roth, Wulf-Henning/Schmies, Christian (Hrsg.), Festschrift für Johannes Köndgen zum 70. Geburtstag, Köln 2016, S. 650 ff.
- Wagner*, Gerhard: Prävention und Verhaltenssteuerung durch Privatrecht – Anmaßung oder legitime Aufgabe, AcP 206 (2006), 352 ff.
- Wagner*, Gerhard: Die mangelhafte Haftungsverfassung der Finanzmärkte: Verantwortlichkeit von Wirtschaftsprüfern gegenüber dem Anlegerpublikum, in: Calliess, Galf-Peter, Transnationales Recht. Stand und Perspektiven, Tübingen 2004, S. 307 ff.
- Wagner*, Gerhard: Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts, in: Zimmermann, Reinhard (Hrsg.), Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts, Baden-Baden 2003, S. 189 ff.
- Waltermann*, Raimund: Zur Wissenszurechnung – am Beispiel der juristischen Personen des privaten und des öffentlichen Rechts, AcP 192 (1992), 181 ff.
- Watts*, Peter: The company's alter ego – an impostor in private law, 116 L. Q. R. (2000), 525 ff.
- Weber*, Christoph Andreas: Diskussionsbericht zu den Referaten von Gerald Spindler und Hans-Christoph Ihrig, ZHR 181 (2017), 416 ff.
- Weiß*, Wolfgang: Der Schutz des Rechts auf Aussageverweigerung durch die EMRK, NJW 1999, 2236 ff.
- Weller*, Marc-Philipp: Wissenszurechnung in internationalen Unternehmensstrafverfahren, ZGR 2016, 384 ff.
- Weller*, Marc-Philipp: Die Vertragstreue, Tübingen 2009.

- Werner, Rüdiger: Die Zurechnung von im Aufsichtsrat vorhandenem Wissen an die Gesellschaft und ihre Folgen, WM 2016, 1474 ff.
- Weyer, Hartmut: Schadenersatzansprüche gegen Private kraft Gemeinschaftsrecht, ZEuP 2003, 318 ff.
- Wichmann, Richard: Haftung am Sekundärmarkt für fehlinformationsbedingte Anlegerschäden, Tübingen 2017.
- Wicke, Hartmut: Respondeat Superior. Haftung für Verrichtungsgehilfen im römischen, römisch-holländischen, englischen und südafrikanischen Recht, Berlin 2000.
- Wiesner, Georg: Zum Beginn der Ausschlussfrist des § 626 Abs. 2 BGB bei Kenntniserlangung durch Organmitglieder, BB 1981, 1533 ff.
- Wilken, Oliver/Hagemann, Sebastian: Compliance-Verstöße und Insiderrecht, BB 2016, 67 ff.
- Wilsing, Hans-Ulrich: Ad hoc-Information der Anleger: Zwischenschritte und Compliance-Vorfälle als Insiderinformation – Responsio, ZGR 2020, 276 ff.
- Wilsing, Hans-Ulrich/von der Linden, Klaus: Selbstbefreiung des Aufsichtsrats vom Gebot der Gremienvertraulichkeit, ZHR 178 (2014), 419 ff.
- Wollschläger, Christian: Die willenstheoretische Unmöglichkeitslehre im aristotelischen-thomistischen Naturrecht, in: Wieacker, Franz (Hrsg.), Symptica, Göttingen 1970.
- Wolff, Heinrich Amadeus Wolff/Brink, Stefan (Hrsg.): BeckOK Datenschutzrecht, 36. Edition, München 01.05.2021.
- Worthington, Sarah: Corporate attribution and agency: back to basics, 133 L. Q. R. (2017), 118 ff.
- Worthington, Sarah: Sealy and Worthington's Text, Cases, and Materials in Company Law, 11. Auflage, Oxford 2016.
- Wundenberg, Malte: Perspektiven der privaten Rechtsdurchsetzung im europäischen Kapitalmarktrecht. Möglichkeiten und Grenzen der Harmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung, ZGR 2015, 124 ff.
- Zeder, Fritz: Die neuen Strafbestimmungen gegen Marktmissbrauch: Europäische Vorgaben (MAR und MAD) und ihre Umsetzung im österreichischen Börsengesetz, NZWist 2017, 41 ff.
- Zetzsche, Dirk: § 53a AktG als Informationsnorm?, AG 2019, 701 ff.
- Zetzsche, Dirk: Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft, Köln u.a. 2006.
- Ziemons, Hildegard: Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537 ff.
- Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich (Hrsg.): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
- Band 2, Teilband 2: Art. 43–70 SE-VO, §§ 1–47 SEBG, Schlussanhänge, 3. Auflage, Köln 2010.
  - Band 8, Teilband 2: §§ 95–117 AktG, 3. Auflage, Köln 2013.

## Sachverzeichnis

- Abfrage von Informationen 39, 166., *siehe* auch Wissensorganisation  
Ad-Hoc-Gremium 319 f., 331 f., 341 ff.  
Aktenwissen 163 ff.  
Anlegerschutz 65 ff., 75 ff., 225 f., 348 ff.  
Aufsichtsrat 321 ff., 343 ff.  
Aufschub., *siehe* Selbstbefreiung  
Ausgeschiedene Wissensträger 168 ff.
- Befreiung.**, *siehe* Selbstbefreiung  
Beweislast 176  
Blind-eye-knowledge 144 f., 147 f., 164 ff., 239, 347 f.  
Business judgment rule 92 f.
- Cheapest cost avoider 61, 87 f., 223 f., 226, 346 ff.  
Cheapest cost insurer 87 f.  
Compliance-Verstoß 33, 68, 123 f., 238, 261 f., 265, 359, 362  
Corporate Governance 71 ff., 89
- Delegation** 291 f., 304, 319 ff., 330, 333 f., 339 ff.  
Directing mind and will 290 ff.  
Doppelmandat 50, 331, 351, 353 ff., 375  
DSV Road (EuGH) 228 ff.
- Effet utile** 111 ff., 237 ff.  
Effizienz 53 ff.  
Erkennbarkeit der Insiderrelevanz 257 ff.  
Erwartungswert 100 f.  
Externe Insiderinformation 223 f.  
Externe Effekte 79 ff.
- Floodgates Argument** 56 ff., 252  
Führungsperson 71 ff., 89 ff., 136, 187 f., 299 ff., 316 ff., 336 ff., 352 ff.  
Funktionale Subjektivierung 112 ff.
- Gelt/Daimler (BGH) 68, 244, 324, 328, Gleichstellungsargument 30, 38, 44, 162, 255  
Grøngaard (EuGH) 175, 270 f.
- IKB** (BGH) 42 f., 155 ff., 261 f.  
Informationsasymmetrie 66 ff., 88 ff.  
Informationshändler 65 f.  
Informationspflichten 51 ff., 184 ff.  
Insiderdealing 192 ff., 294 ff.
- Konzernbetrachtung** 372 ff.  
Kosten, *siehe* Effizienz
- Legitime Handlungen** (Art. 9 MAR) 294 ff.  
Least cost information seeker, *siehe* Cheapest cost insurer
- Mitarbeiterschulungen** 262 ff.
- Nachgeordnete Mitarbeiter** 262 ff., 317 ff., 340 ff.  
Nemo-Tenetur-Grundsatz 357 ff.  
Normbezogene Zurechnung 271 ff., 286 ff.
- Obliegenheit** 152, 250  
Öffentliches Gut 78 ff.  
Organisationspflicht 41 ff., 77 ff., 201 f., 294 ff., 331 f.
- Praktische Wirksamkeit**, *siehe* Effet utile  
Prinzipal-Agenten-Konflikt 71 ff., 88 ff., Private enforcement 109 ff.  
Privates Wissen 365 ff.
- Redundanter Aufwand** 80 f., 86 ff., 225 f., 377 ff.  
Respondeat superior 279 ff.  
Ressortverteilung 339 f.
- Schranken der Wissenszurechnung** 350 ff.  
Schuldhaftes Zögern 42, 151, 179 f., 209 ff.

- Schweigerecht 257 ff.  
 Selbstbefreiung (Art. 17 Abs. 4 MAR) 64 f., 308 ff.  
 Spector Photo Group (EuGH) 57, 244  
 Standardisierung 93 f., 325 ff.  
 Superior risk bearer 87 f., 224 ff., 348 ff.  
 Schutzgesetz 111 f.  
 Speicherung von Informationen, *siehe* Aktenwissen  
  
 Unmittelbare Betroffenheit 41, 57 f., 60 f., 197 f., 219 ff.  
 Unverzüglichkeit 35 f., 41 ff., 150 ff., 179 f., 202 ff.  
 Utilitätshändler 66  
  
 Vergessen 167 f.  
 Verschwiegenheitspflicht 352 ff.  
 Verwaltungsmaßnahmen 96 ff., 232 ff., 359  
  
 Weiterleitung von Informationen 39, 166, *siehe* auch Wissensorganisation  
 Wissensbegriff 126 ff.  
 Wissensorganisation 38 f., 45 ff., 160 ff., 246 ff.  
 Wissenszurechnung 131 ff., 267 ff.  
 Wissenszusammenrechnung 170 f., 285, 293  
  
 Zurechnungsschranken, *siehe* Schranken der Wissenszurechnung  
 Zuständigkeitsabhängigkeit der Zurechnung 291 ff., 299 ff., 317 ff.  
 Zwischenschritte 32 f., 120 f., 124, 195 f., 244, 264 f., 314 ff., 327 ff.