

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, Rimpau

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**

<i>Erster Teil</i>	
<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
<i>Zweiter Teil</i>	
<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
<i>Dritter Teil</i>	
<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
 <i>Vierter Teil</i>	
<b>Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR</b>	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
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. Risikozuordnung .....	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

<i>Erster Teil</i>	
<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
<i>Zweiter Teil</i>	
<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 Agentenkosten .....	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 -organisation .....	81
4. Mittelbare Wirkung bei bestehender Veröffentlichungspflicht .....	82
5. Unterschiedliche Anreizstruktur .....	83
6. Aufleben des redundanten Aufwands .....	86
7. Risikozuordnungskriterien 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>	126
§ 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 Veröffentlichungspflichten .....	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. Kenntnis erfordernis 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 Marktmisbrauchsrichtlinie .....	242
II. Fortgeltung bei der Marktmisbrauchsverordnung .....	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 veröffentlichtungspflichtigen Information .....	260
III. Insbesondere keine Ausweitung durch Compliance-Schulungen .....	262
F. Zwischenergebnis .....	265
 <i>Vierter Teil</i>	
<b>Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR</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
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 Verordnungsgebers 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. Risikozuordnung .....	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
 <i>Fünfter Teil</i>	
<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, Queen'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
SchlA	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



## Erster Teil

# 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 verortete 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 Begehr 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 gespaltene 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 abgeschirmt 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: *Altmeppen*, NJW 2020, 2833; *Armbriüster/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; *Schürnbrand*, 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 MarktmisbrauchsR, § 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 verselbständigteten 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 offen geblieben, 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 MarktmisbrauchsR, § 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.