

Inhaltsverzeichnis

| <i>Erster Teil</i> | |
|---|----|
| Einführung | 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> | |
| Informationspflichten und Verhaltenssteuerung | 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 -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

| | |
|--|------------|
| Wissen und Wissensorganisation im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR | 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 |
| Vierter Teil | |
| Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR | |
| § 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> | |
| Schluss | 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 |
| Literaturverzeichnis | 385 |
| Sachverzeichnis | 411 |