

# 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. Risikoziurordnungsriterien 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 gesplante 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. Unverzögliche 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

<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
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 aufsichtsratspezifischer 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

### *Fünfter Teil*

## **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