

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Herausgegeben von Peter O. Mülbert,
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

Band 218

**Wissen, Zurechnung
und Ad-hoc-Publizität**

Von

Christoph Breuer



Duncker & Humblot · Berlin

CHRISTOPH BREUER

Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität

Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 218

Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität

Von

Christoph Breuer



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
der Johannes Gutenberg-Universität Mainz hat diese Arbeit
im Jahre 2020 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormArt, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0720-7352
ISBN 978-3-428-18130-8 (Print)
ISBN 978-3-428-58130-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

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

Für Isabel

Geleitwort

Die vorliegende Arbeit von *Christoph Breuer* befasst sich mit einem Fragenkreis, der in den letzten Jahren – insbesondere am Beispiel der Dieselaffäre – hierzulande so intensiv diskutiert worden ist wie wohl kein zweites Thema des Kapitalmarktrechts. Im Mittelpunkt steht die Frage, unter welchen Voraussetzungen es sich eine börsennotierte Gesellschaft im Rahmen der Erfüllung ihrer Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 MAR und im Rahmen der zivilrechtlichen Haftung bei Verstößen gegen diese Pflicht (§ 97 WpHG) zurechnen lassen muss, dass einzelne Organwalter oder Mitarbeiter des Unternehmens veröffentlichtungspflichtige Insiderinformationen kannten oder kennen mussten. Konkret am Beispiel der Dieselaffäre: Muss sich eine Automobilherstellerin das Wissen der Mitarbeiter ihrer Entwicklungsabteilung zurechnen lassen, die von Anfang an von der Manipulation der Abgaswerte Kenntnis hatten? Oder kommt es nur auf die Kenntnis – oder das Kennenmüssen – der für die Erfüllung der Ad-hoc-Mitteilungspflicht zuständigen Stelle an, also des Vorstands oder eines mit der Erfüllung der Pflicht betrauten Ad-hoc-Komitees? Muss sich die Gesellschaft immerhin dann als wissend behandeln lassen, wenn eine Insiderinformation zwar innerhalb des Unternehmens vorhanden war, aber aufgrund mangelnder organisatorischer Vorkehrungen nicht an die zuständige Stelle gelangt ist? Wenn ja, gilt dies nur innerhalb der börsennotierten Gesellschaft selbst oder konzernweit? Und wie ist der Umstand zu würdigen, dass die Wissensträger sich selbst einer Pflichtverletzung bezichtigen würden, wenn sie die Information an die zuständige Stelle weitergeben?

Wer eine Antwort auf diese schwierigen Fragen sucht, darf sich auf eine ebenso gedankenreiche wie innovative und meinungsfreudige Lektüre freuen. Der Verfasser präsentiert mit wohlabgewogener, eigenständiger Argumentation ein schlüssiges Zurechnungssystem, das geeignet erscheint, die weitere Diskussion erheblich zu befrieden und zu beeinflussen.

Heidelberg, im September 2020

Prof. Dr. Dirk A. Verse

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2019/2020 vom Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Johannes Gutenberg-Universität Mainz als Dissertation angenommen. Für die Veröffentlichung konnten Rechtsprechung und Literatur bis Juni 2020 berücksichtigt werden.

Herzlich danken möchte ich zunächst meinem verehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. Dirk A. Verse, M. Jur. (Oxford), der die Bearbeitung des Dissertationsthemas nicht nur angeregt, sondern auch bis zum Schluss mit voller Unterstützung begleitet hat. Auf die ebenso lehrreiche wie schöne Doktorandenzeit, die ich als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl in Mainz sowie zuletzt Heidelberg verbringen durfte, werde ich stets mit besten Gefühlen zurückblicken. Mein Dank gilt ferner Herrn Professor Dr. Alfred Bergmann, Vors. RiBGH a. D., für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens und die wertvollen Anregungen für die finale Druckfassung. Herrn Professor Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider und Herrn Professor Dr. Peter O. Mülbert bin ich für die schnelle Zustimmung zur Aufnahme meiner Arbeit in diese Schriftenreihe verbunden. Für die Gewährung eines großzügigen Druckkostenzuschusses danke ich zudem der Stiftung für die Wissenschaft der Sparkassen-Finanzgruppe.

Großer Dank gilt schließlich auch meinen (ehemaligen) Mainzer und Heidelberger Kolleginnen und Kollegen, die mit ihrer Sachkunde, Hilfs- und Diskussionsbereitschaft sowie ihrem Humor einen ganz erheblichen Teil dazu beigetragen haben, dass ich die Zeit, in der diese Arbeit entstanden ist, stets in bester Erinnerung halten werde.

Mainz, im September 2020

Christoph Breuer

Inhaltsübersicht

§ 1 Einführung	23
A. Problemaufriss	23
B. Konkretisierung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	24
C. Gang der Untersuchung	25
§ 2 Zurechnung und Art. 17 Abs. 1 MAR	27
A. „Unverzüglich“ im Sinn des Art. 17 Abs. 1 MAR	27
B. Der unionsrechtliche Zurechnungsmaßstab	38
C. Der für die Pflichtentstehung (zurechnungs-)relevante Personenkreis	39
D. Erkennbarkeit der Qualität als Insiderinformation und objektiver Maßstab des „individuellen“ Wissenmüssens	83
E. Die Organisationspflicht des Emittenten	85
§ 3 Zurechnung und Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG	92
A. Das für § 97 WpHG maßgebliche Zurechnungsrecht	92
B. Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG und Wissenszurechnung kraft Organisationspflichtverletzung	98
C. Verschuldenszurechnung zum Emittenten analog § 278 BGB	128
§ 4 Besonderheiten im Unternehmensverbund	149
A. Abgrenzung des Merkmals der Unverzüglichkeit vom Merkmal der unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten	149
B. Das unionsrechtliche Regime ad-hoc-publizitätsspezifischer Auskunftsrechte und -pflichten	153
C. Emittenteneigenschaft beider Gesellschaften	178
D. Doppelmandate	182
§ 5 Ad-hoc-Publizität und Selbstbelastungsfreiheit	191
A. Ausgangspunkt und Konkretisierung	191
B. Meinungsbild	192
C. Entwicklung der eigenen Position	194
D. Fazit	218

§ 6 Schluss	219
A. Ausblick	219
B. Zusammenfassung der Ergebnisse	220
Literaturverzeichnis.....	226
Stichwortverzeichnis	252

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einführung	23
A. Problemaufriss	23
B. Konkretisierung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	24
C. Gang der Untersuchung	25
§ 2 Zurechnung und Art. 17 Abs. 1 MAR	27
A. „Unverzüglich“ im Sinn des Art. 17 Abs. 1 MAR	27
I. Kenntnis nicht notwendige Bedingung der Pflichtentstehung oder Pflichtverletzung	28
II. Kennenmüssen als Mindestvoraussetzung der Pflichtverletzung	31
III. Kenntnis als hinreichende Bedingung der Pflichtentstehung	34
IV. Fazit: Nebeneinander von Organisationspflichten und der Zurechnung subjektiver Elemente	37
B. Der unionsrechtliche Zurechnungsmaßstab	38
C. Der für die Pflichtentstehung (zurechnungs-)relevante Personenkreis	39
I. Keine Begrenzung auf Organwalter und andere Führungskräfte	40
II. Die Verhaltens- und Aufgabenabhängigkeit der Zurechnung	44
1. Die Verhaltensabhängigkeit der Zurechnung subjektiver Elemente	44
2. Die Aufgabenabhängigkeit der Zurechnung subjektiver und objektiver Beiträge	47
3. Zurechnung subjektiver Elemente seitens nur „mittelbar“ zuständiger Gehilfen	50
4. Keine ausschließlich normbezogenen Zurechnungsgrundsätze	54
5. Kein Entgegenstehen des Art. 9 Abs. 1 MAR	55
III. Zwischenfazit	57
IV. Übertragung auf Art. 17 Abs. 1 MAR	58
1. Ausgangspunkt	58
2. Mitglieder des Vorstands	59
a) Allgemeines	59
b) Maßgeblichkeit jedes einzelnen Vorstandsmitglieds bei Gesamtgeschäftsführung	60

c) Verbleibende Relevanz bei Delegation	62
aa) Delegationsfähigkeit der Ad-hoc-Publizität	62
bb) Verbleibende Relevanz bei horizontaler Delegation	64
cc) Verbleibende Relevanz bei vertikaler Delegation	67
d) Zwischenergebnis	68
3. Mitglieder eines Ad-hoc-Publizitätsgremiums	69
4. Sonstige nachgeordnete Mitarbeiter	70
5. Mitglieder des Aufsichtsrats	71
6. „Regelinsider“?	73
7. Ad-hoc-Dienstleister und andere Dritte?	74
V. Ergebnis	75
VI. Parallelen im anglo-amerikanischen Rechtsraum	76
1. Vorbemerkung	76
2. Das britische und englische Recht	76
3. Das U.S.-amerikanische Recht	78
D. Erkennbarkeit der Qualität als Insiderinformation und objektiver Maßstab des „individuellen“ Wissenmüssens	83
E. Die Organisationspflicht des Emittenten	85
I. Vorbemerkung	85
II. Echte Pflicht, nicht nur Obliegenheit	85
III. Bedeutung neben allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Organisationspflichten	87
IV. Voraussetzungen ordnungsgemäßer Organisation	89
§ 3 Zurechnung und Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG	92
A. Das für § 97 WpHG maßgebliche Zurechnungsrecht	92
I. Bedeutung des Unionsrechts für die Pflichtverletzung nach § 97 Abs. 1 WpHG	92
II. Keine Bedeutung des Unionsrechts für das Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG	92
1. Fragestellung	92
2. Stellungnahme	94
a) Keine Eindeutigkeit der EuGH-Rechtsprechung	94
b) Keine Übertragbarkeit von „Courage“, „Manfredi“ und „Muñoz“	96
c) Fazit	98
B. Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG und Wissenszurechnung kraft Organisationspflichtverletzung	98
I. Ausgangspunkt	98

II.	Vom traditionellen Verständnis hin zur Wissenszurechnung kraft Organisationspflichtverletzung	100
III.	Konkretisierung	103
1.	Vorbemerkung	103
2.	Echte Organisationspflicht oder zurechenbare „Individualpflicht“?	104
3.	Geltungsbereich des Zurechnungskonzepts außerhalb rechtsgeschäftlicher Kontakte	108
IV.	Folgen für das Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG	112
1.	Folgen bei unterstellter Anwendbarkeit der Zurechnungsregeln	112
2.	Meinungsbild	113
3.	Stellungnahme	115
a)	Kein Entgegenstehen der Rechtsprechung zur Wissenszurechnung außerhalb rechtsgeschäftlicher Kontakte	115
b)	Aber: Bedenken gegen Begründung und Ergebnis der Wissenszurechnung kraft Organisationspflichtverletzung	118
c)	Keine Legitimation aufgrund der zugunsten der Wissenszurechnung vorgebrachten Argumente	119
aa)	Keine wertungsmäßige Gleichheit von Wissen und Wissenmüssen	119
bb)	Gleichstellungsargument	121
cc)	Verkehrs- und Vertrauenschutz	123
dd)	Angemessene Risikoverteilung	125
d)	Probleme im Zeitalter von „Big Data“	126
e)	Keine tauglichen Kompromisse zwischen den Grundsätzen der Wissensorganisation und herkömmlichen Verschuldensgrundsätzen	127
f)	Fazit	128
C.	Verschuldenszurechnung zum Emittenten analog § 278 BGB	128
I.	Ausgangspunkt	128
II.	Das Erfordernis der Analogiebildung	129
III.	Die Voraussetzungen der Analogie	132
IV.	Die Wertung des § 278 BGB und ihre Übertragbarkeit	133
V.	Kein Entgegenstehen der §§ 31, 831 Abs. 1 Satz 2 BGB	134
1.	Historie und heutige Bedeutung des § 831 BGB	134
2.	Die Unterscheidung nach dem Pflichtadressaten als Kriterium für die Anwendbarkeit der §§ 31, 831 BGB	138
3.	Stützende Argumente aus der Diskussion um die deliktische Außenhaftung von Organwaltern	142
VI.	Zwischenfazit	146
VII.	Anwendung auf § 97 Abs. 2 WpHG	146

§ 4 Besonderheiten im Unternehmensverbund	149
A. Abgrenzung des Merkmals der Unverzüglichkeit vom Merkmal der unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten	149
B. Das unionsrechtliche Regime ad-hoc-publizitätsspezifischer Auskunftsrechte und -pflichten	153
I. Meinungsbild zur gesellschaftsübergreifenden Informationspflicht des Emittenten	153
II. Relevanz des Meinungsstreits	157
III. Stellungnahme	158
1. Der Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR	158
2. Art. 17 Abs. 1 MAR als geeignete Herleitungsbasis eines speziellen Auskunftsrechts	159
3. Unionsweite Harmonisierung und Wirksamkeit der Ad-hoc-Publizität	161
4. Sachfremdheit nationaler Regeln des Gesellschafts- und Konzernrechts zur Bestimmung des Pflichtumfangs	163
5. Mit der Anwendung nationaler Vorschriften verbundene Probleme	164
a) Nachteil und Nachteilsausgleich	164
b) Auswirkungen auf den allgemeinen Informationsfluss im Konzern	166
6. Gleichlauf der Ad-hoc-Publizität und der Regelpublizität	168
7. Keine dem Auskunftsrecht entgegenstehenden Vorschriften	168
a) Art. 14 lit. c) i.V.m. Art. 10 Abs. 1 MAR	169
b) Verschwiegenheitspflicht der Geschäftsleiter der anderen Gesellschaft	170
c) Art. 17 Abs. 4 MAR	171
IV. (Organisations-)Pflichten verbundener Gesellschaften?	173
V. Keine rechtsträgerübergreifende Zurechnung	175
VI. Fazit	177
C. Emittenteneigenschaft beider Gesellschaften	178
I. Veröffentlichungspflicht der Emittenten nach den allgemeinen Regeln	178
II. Keine Besonderheiten für ad-hoc-publizitätsspezifische Auskunftsrechte und -pflichten	180
III. Fazit	182
D. Doppelmandate	182
I. Verschwiegenheitspflichten als Zurechnungsschranke	182
II. Kompetenzrechtliche Informationshindernisse als weitere Zurechnungssperre	184
III. Einschränkung bei Doppelmandaten	187
IV. Fazit	189

§ 5 Ad-hoc-Publizität und Selbstbelastungsfreiheit	191
A. Ausgangspunkt und Konkretisierung	191
B. Meinungsbild	192
C. Entwicklung der eigenen Position	194
I. Maßgeblichkeit des Art. 6 Abs. 1 EMRK bzw. Art. 47 Abs. 2 GRCh und deren Anwendbarkeit auf juristische Personen	194
II. Der Umfang der Selbstbelastungsfreiheit	197
1. Der EuGH	197
2. Der EGMR	199
3. Das BVerfG und der BGH	201
4. Fazit und Stellungnahme	203
III. Übertragung auf die Ad-hoc-Publizität	205
1. Pflicht des Emittenten zur Veröffentlichung einer fremden Tat aufgrund der Wissenszurechnung seitens einer an der Tat nicht beteiligten Person	206
2. Pflicht des Emittenten zur Veröffentlichung einer eigenen Tat aufgrund der Wissenszurechnung seitens einer an der Tat nicht beteiligten Person	206
a) Betroffenheit des Schutzbereichs des Art. 6 Abs. 1 EMRK	207
b) Kein vom Regelfall abweichendes Abwägungsergebnis wegen Besonderheiten der Ad-hoc-Publizität	207
aa) Kein abweichendes Abwägungsergebnis wegen Pflicht zu öffentlicher Selbstbeziehtigung	208
bb) Kein abweichendes Abwägungsergebnis wegen Pflicht zu „unaufgeforderte“ Selbstbeziehtigung	209
3. Pflicht des Emittenten zur Veröffentlichung einer eigenen oder fremden Tat aufgrund der Zurechnung seitens des Täters	212
a) Ausgangspunkt und Unterschiede zur Selbstbelastungsfreiheit des Emittenten	212
b) Kein abweichendes Abwägungsergebnis wegen vom Emittenten nur abgeleiteter Informationspflicht	213
c) Kein abweichendes Abwägungsergebnis auf Grundlage des „Opferrollen“-Gedankens	216
4. Bebußung nach § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG (i. V. m. § 9 Abs. 1 Nr. 1 OWiG)	217
D. Fazit	218
§ 6 Schluss	219
A. Ausblick	219
B. Zusammenfassung der Ergebnisse	220
I. „Unverzüglich“ im Sinn des Art. 17 Abs. 1 MAR	220

II.	Der Kreis zurechnungsrelevanter Personen	221
III.	Die Organisationspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR	222
IV.	Die Zurechnung im Rahmen der Verschuldenshaftung nach § 97 WpHG ..	223
V.	Ad-hoc-Publizität im Unternehmensverbund	223
VI.	Ad-hoc-Publizität und Selbstbelastungsfreiheit	225
Literaturverzeichnis.		226
Stichwortverzeichnis		252

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft/Amtsgericht
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
allg.M.	allgemeine Meinung
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausf.	ausführlich
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BCLR	Boston College Law Review
Bd.	Band
BeckOGK	Beck-Online.Großkommentar
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck Online Rechtsprechung
Begr.	Begründer/Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CBLR	Columbia Business Law Review
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
DAV	Deutscher Anwaltverein
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
ders.	derselbe

dies.	dieselbe/dieselben
DStR	Deutsches Steuerrecht
Einschr.	Einschränkung(en)
einschr.	einschränkend
EL	Ergänzungslieferung
engl.	englisch
ErwG	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EU-GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
f./ff.	folgende
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
Großkomm.	Großkommentar
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HdB.	Handbuch
Herv. d. Verf.	Hervorhebung des Verfassers
HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
i. d. F.	in der Fassung
i. d. R.	in der Regel
i. E.	im Ergebnis
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
i. R. d.	im Rahmen des/der
i. S. d.	im Sinn des/der
i. V. m.	in Verbindung mit
jew.	jeweils
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KG	Kammergericht/Kommanditgesellschaft
KK	Kölner Kommentar
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	litera
LQR	Law Quarterly Review

MAR	Marktmissbrauchsverordnung
mglw.	möglichweise
MiFID	Richtlinie über Märkte und Finanzinstrumente
MünchAnwHdb. ArbR	Münchener Anwaltshandbuch Arbeitsrecht
MünchHdb. AG	Münchener Handbuch Aktiengesellschaft
MünchKomm.	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
m. z. N.	mit zahlreichen Nachweisen
nachf.	nachfolgend(e/er/es/en)
Nachw.	Nachweis/Nachweise(n)
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
Nr.	Nummer
NYU JLB	New York University Journal of Law and Business
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OSLJ	Ohio State Law Journal
RegE	Regierungsentwurf
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Satz/Sätze/Seite(n)
SEC	Securities and Exchange Commission
SHLR	Seton Hall Law Review
sog.	sogenannt(e/en/er/es)
StGB	Strafgesetzbuch
u. a.	und andere/unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
U.S.	United States
USA	United States of America
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	von/vom
vgl.	vergleiche
VGR	Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VuR	Verbraucher und Recht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
z. T.	zum Teil
zutr.	zutreffend

§ 1 Einführung

A. Problemaufriss

Die sogenannte Ad-hoc-Publizitätspflicht der Emittenten von Finanzinstrumenten ist in Deutschland seit vielen Jahren Gegenstand kontroverser Diskussionen. Gerade in jüngerer Zeit sind die Debatten durch die juristische Aufarbeitung spektakulärer Fälle wie die Übernahmeschlacht zwischen Porsche und Volkswagen und diverser Compliance-Skandale – allen voran der VW-Dieselskandal – befeuert worden. Sie haben offenbart, dass zu der Frage, wann Emittenten Insiderinformationen öffentlich bekanntgeben müssen, noch immer ganz Grundsätzliches als ungeklärt gelten muss. Das Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung¹ am 03. Juli 2016, mit der die Ad-hoc-Publizitätspflicht mit Art. 17 MAR in die Form unmittelbar geltenden Unionsrechts gegossen wurde, hat die Aufregung um die vielfältigen rechtlichen Probleme schließlich perfekt gemacht. Denn während auch unter Geltung des neuen Regelungsregimes die meisten Streitfragen zur Ad-hoc-Publizitätspflicht unbeantwortet bleiben, zwingt das Unionsrecht nun teilweise sogar zu deren Neubewertung unter erschwerten Bedingungen.

Die Unklarheiten beginnen bereits bei der grundlegenden Frage, ob die Entstehung oder Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR von der Kenntnis der bekanntzugebenden Insiderinformation seitens des Emittenten abhängt und, sofern man das bejaht, welche Unternehmensangehörigen dem Emittenten dieses Wissen denn vermitteln. Wenig ausgeleuchtet ist daneben die schon im alten Recht nicht abschließend geklärte, aber angesichts der Wirtschaftsrealität nicht zu unterschätzende Frage, ob der Emittent auch Insiderinformationen aus anderen Konzerngesellschaften bekanntgeben muss. Auch sie erscheint seit der Verortung der Pflicht im Verordnungsrecht in neuem Licht. Die Unwägbarkeiten sind schließlich sogar von gesellschaftspolitischer Dimension. Denn gerade mit Blick auf Wirtschaftsskandale der jüngeren Vergangenheit², die im Zentrum medialer Aufmerksamkeit standen und zum Teil noch stehen, ist noch offen, ob dem Emittenten und seinen Unternehmensangehörigen überhaupt abverlangt werden kann, sich selbst des gesetzeswidrigen Verhaltens zu bezichtigen.

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), ABl. Nr. L 173, S. 1; im Folgenden mit der auch in Deutschland gängigen Form MAR (für Market Abuse Regulation) abgekürzt.

² Neben dem VW-Dieselskandal etwa die Siemens-Schmiergeldaffäre, das sog. „Schienennkartell“, die Manipulation von Referenzzinssätzen, der Cum-Ex-/Cum-Cum-Steuerbetrug und jüngst der Wirecard-Bilanzskandal.

All diese ungelösten Probleme bestehen nicht nur im Bereich der aufsichtsrechtlichen Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern sind zumindest reflexartig auch für die zivilrechtliche Haftung wegen ihrer Verletzung nach dem deutschen § 97 WpHG relevant. Zu der Frage, ob der Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht das Insiderwissen bestimmter Unternehmensangehöriger voraussetzt, kommt dort aber ein ähnlich gelagertes Problem noch hinzu. Weithin ungeklärt ist nämlich auch, wessen Verschulden dem Emittenten nach den für § 97 WpHG maßgeblichen Grundsätzen zuzurechnen ist. Dabei fällt der Blick auch auf die in der Mitte der 1990er-Jahre in richterlicher Rechtsfortbildung entwickelte Konzeption einer „Wissenszurechnung kraft Organisationspflichtverletzung“, deren Anwendung auf die Ad-hoc-Publizität eine Reihe von Fragen aufwirft und zu deren Untersuchung die hiesige Arbeit daher erneuten Anlass bietet.

B. Konkretisierung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands

Im Vordergrund dieser Untersuchung sollen die im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR und § 97 WpHG relevanten Zurechnungsfragen stehen. Eine Schwerpunktsetzung folgt aus diesem Themenzuschnitt insofern, als bei der Ad-hoc-Publizität – wie zu zeigen sein wird³ – zwei Varianten der Pflichtverletzung auseinanderzuhalten sind. Während die eine Variante an das Fehlverhalten individueller Unternehmensangehöriger anknüpft, geht es bei der anderen um die Missachtung der Anforderungen an die „übergeordnete“ (Wissens-)Organisation des Emittenten, also um Mängel der für die Ad-hoc-Publizität erforderlichen betriebsinternen Informationsstrukturen. Die Unterscheidung bedeutet damit letztlich nichts anderes als die zwischen Individualversagen einerseits und Organisationsversagen andererseits⁴. Schwierige Zurechnungsfragen stellen sich in erster Linie bei der ersten Variante. Zwar wird auch der Umfang der Organisationspflichten des Emittenten konturiert werden müssen, weil sich erst in der Zusammenschau beider Aspekte ein vollständiges Bild der Ad-hoc-Publizität ergeben kann. Mehr als Mindeststandards ordnungsgemäßer Informationsorganisation lassen sich aber ohnehin kaum ausmachen. Die darüber hinausgehende Frage der zweckmäßigen Wissensorganisation soll hier jedenfalls nicht beleuchtet werden; zu dieser Frage existiert ausführliche Literatur, der die Einzelheiten zur praktischen Umsetzung entnommen

³ § 2 A.

⁴ Diese Unterscheidung ist zwar bei Licht betrachtet nicht präzise, weil auch ein Organisationsversagen genau genommen als Individualversagen der für die Organisation zuständigen Unternehmensangehörigen anzusehen ist. Der berechtigte Kern der Unterscheidung liegt aber darin, dass beim Individualversagen die Frage im Vordergrund steht, wessen (Fehl-)Verhalten der juristischen Person zugerechnet werden kann, während die Feststellung eines Organisationsmangels dessen Zurechnung in aller Regel bereits impliziert und es insofern in erster Linie um die Bestimmung des (Organisations-)Pflichtenumfangs geht. Siehe dazu auch noch unten § 2 E.I.

werden können⁵. Besondere Probleme der Organisationspflicht ergeben sich indes mit Blick auf Konzernsachverhalte. Diesen muss näher nachgegangen werden, was in dieser Untersuchung an gesonderter Stelle geschehen soll⁶.

Nicht Gegenstand der Untersuchung ist eine Reihe weiterer Problemfelder, die für die Ad-hoc-Publizitätspflicht maßgeblich sind. Dies gilt vor allem für den komplexen Begriff der Insiderinformation nach Art. 7 MAR⁷. Die hier interessierenden Fragen werden vielmehr unter der Prämisse untersucht, dass eine Information mit entsprechender Qualität vorliegt. Darüber hinaus soll auch das Erfordernis des unmittelbaren Emittentenbezugs der Information⁸ sowie die Möglichkeit der Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR⁹ hier nur behandelt werden, soweit dies für die Herausarbeitung des relevanten Personenkreises oder des erforderlichen Organisationsumfangs von Bedeutung ist. Keine Beachtung wird ferner die Haftung des Emittenten wegen Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen nach § 98 WpHG finden. Vielfach werden die hier gefundenen Ergebnisse aber Rückschlüsse auch auf diese Vorschrift zulassen.

C. Gang der Untersuchung

Zur groben Orientierung lässt sich diese Arbeit in drei große Teile gliedern. Der erste Abschnitt beschäftigt sich mit der unionsrechtlichen Vorschrift des Art. 17 Abs. 1 MAR, also mit der Norm, aus der die aufsichtsrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht folgt (§ 2). Die eingangs angedeuteten Fragen sind dort aus unionsrechtlicher Sicht zu beantworten. Im zweiten Teil geht es um die zivilrechtliche Haftung des Emittenten wegen unterlassener Ad-hoc-Veröffentlichung nach dem deutschen § 97 WpHG (§ 3). Zwar setzt diese Haftung nach § 97 Abs. 1 WpHG einen Verstoß gegen Art. 17 MAR nach den für diesen geltenden Maßstäben voraus, so dass sich in dieser Hinsicht richtigerweise keine neuen Fragen stellen. § 97 WpHG gibt aber Anlass, die relevanten Zurechnungsfragen auch nach deutschem Recht zu be-

⁵ Ausf. dazu etwa *Lebherz*, Emittenten-Compliance, S. 274 ff., 345 ff.; *Gutzy/Märzheuser*, Praxishandbuch Ad-hoc-Publizität, S. 167 ff.; *Naumann/Siegel*, ZHR 181 (2017), 273, 288 ff.; *Racky/Fehn-Claus*, in: *Szesny/Kuthe*, Kapitalmarkt Compliance², 2. Teil, 2. Kap., Rn. 48 ff.; zur konzernweiten Kommunikation ferner *Brunns*, in: *Baetge*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, S. 107, 110 ff.

⁶ § 4.

⁷ Ausf. zum Begriff der Insiderinformation nach Art. 7 MAR etwa *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*⁷, Art. 7 MAR Rn. 6 ff.; *Klöhn* MAR/*Klöhn*, Art. 7 Rn. 23 ff.; *ders.*, AG 2016, 423, 426 ff.; *Apfelbacher*, in: *VGR*, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2017, Bd. 23, S. 57, 60 ff.; *Leyens*, ZGR 2020, 256, 259 ff.

⁸ Eingehend *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*⁷, Art. 17 MAR Rn. 30 ff.; *Klöhn* MAR/*Klöhn*, Art. 17 Rn. 65 ff.; zudem *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 782 ff.

⁹ Zur Neuregelung der Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001 (Teil I), 2041 (Teil II); monografisch *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 75 ff.