

**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 verzeichnet 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 Diesellaffäre – 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 veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen kannten oder kennen mussten. Konkret am Beispiel der Diesellaffäre: 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 weitergäben?

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 befruchten 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

<b>§ 1 Einführung</b> .....	23
A. Problemaufriss .....	23
B. Konkretisierung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands .....	24
C. Gang der Untersuchung .....	25
<b>§ 2 Zurechnung und Art. 17 Abs. 1 MAR</b> .....	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
<b>§ 3 Zurechnung und Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG</b> .....	92
A. Das für § 97 WpHG maßgebliche Zurechnungsrecht .....	92
B. Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG und Wissenszurechnung kraft Organisa- tionspflichtverletzung .....	98
C. Verschuldenszurechnung zum Emittenten analog § 278 BGB .....	128
<b>§ 4 Besonderheiten im Unternehmensverbund</b> .....	149
A. Abgrenzung des Merkmals der Unverzüglichkeit vom Merkmal der unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten .....	149
B. Das unionsrechtliche Regime ad-hoc-publicitätsspezifischer Auskunftsrechte und -pflichten .....	153
C. Emittenteneigenschaft beider Gesellschaften .....	178
D. Doppelmandate .....	182
<b>§ 5 Ad-hoc-Publizität und Selbstbelastungsfreiheit</b> .....	191
A. Ausgangspunkt und Konkretisierung .....	191
B. Meinungsbild .....	192
C. Entwicklung der eigenen Position .....	194
D. Fazit .....	218

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

# Inhaltsverzeichnis

<b>§ 1 Einführung</b> .....	23
A. Problemaufriss .....	23
B. Konkretisierung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands .....	24
C. Gang der Untersuchung .....	25
<b>§ 2 Zurechnung und Art. 17 Abs. 1 MAR</b> .....	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-Publizitätsremiums .....	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
<b>§ 3 Zurechnung und Verschulden nach § 97 Abs. 2 WpHG</b> .....	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 Organisations- pflichtverletzung .....	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 Vertrauensschutz .....	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



<b>§ 4 Besonderheiten im Unternehmensverbund</b> .....	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

<b>§ 5 Ad-hoc-Publizität und Selbstbelastungsfreiheit</b> .....	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 Selbstbeziehung .....	208
bb) Kein abweichendes Abwägungsergebnis wegen Pflicht zu „unaufgeforderter“ Selbstbeziehung .....	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
<b>§ 6 Schluss</b> .....	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
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>226</b>
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	<b>252</b>

## 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	Marktmisbrauchsverordnung
mglw.	möglicherweise
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 Marktmissbrauchsverordnung<sup>1</sup> 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 Vergangenheit<sup>2</sup>, 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.

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Neben dem VW-Dieselskandal etwa die Siemens-Schmiergeldaffäre, das sog. „Schienenkartell“, 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 wird<sup>3</sup> – 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 andererseits<sup>4</sup>. 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

---

<sup>3</sup> § 2 A.

<sup>4</sup> 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 berechnete 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-)Pflichtenumfanges geht. Siehe dazu auch noch unten § 2 E. I.

werden können<sup>5</sup>. Besondere Probleme der Organisationspflicht ergeben sich indes mit Blick auf Konzernsachverhalte. Diesen muss näher nachgegangen werden, was in dieser Untersuchung an gesonderter Stelle geschehen soll<sup>6</sup>.

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 MAR<sup>7</sup>. 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 Information<sup>8</sup> sowie die Möglichkeit der Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR<sup>9</sup> 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-

---

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

<sup>6</sup> § 4.

<sup>7</sup> Ausf. zum Begriff der Insiderinformation nach Art. 7 MAR etwa *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*<sup>7</sup>, 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.

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

<sup>9</sup> 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.