

**Friedrich G. Biermann**

Wissenszurechnung im Fall  
der Ad-hoc-Publizität nach  
Art. 17 MAR

**Heft 160**

**März 2019**

# Wissenszurechnung im Fall der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR

Von

Friedrich G. Biermann

Institut für Wirtschaftsrecht  
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht  
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

*Dipl.-Jur. Friedrich G. Biermann ist Absolvent der Rechtswissenschaft an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg und schreibt eine Dissertation im Bereich des Kapitalmarktrechts.*

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Christoph Kumpan (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 160

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-987-8 (print)

ISBN 978-3-86829-988-5 (elektr.)



Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

<http://institut.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/de/node/23>

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/node/23>

Institut für Wirtschaftsrecht  
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht  
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg  
Universitätsplatz 5  
D-06099 Halle (Saale)  
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180  
Fax: 0345-55-27201  
E-Mail: [ecohal@jura.uni-halle.de](mailto:ecohal@jura.uni-halle.de)

## INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung .....	5
B. Grundlagen der Wissenszurechnung.....	6
I. Begriffsbestimmung.....	6
II. Allgemeine Probleme.....	7
III. Wissenszurechnung AG/Konzern .....	8
IV. Wissenszurechnung in anderen EU-Staaten – bspw. in Frankreich und England .....	10
C. Art. 17 MAR als Norm der Wissenszurechnung .....	10
I. Wortlautauslegung.....	11
1. „Bekanntgeben“ .....	11
2. „Unverzüglich“ .....	11
a) Objektives Verständnis.....	12
b) Einschränkung über den Ultra-posse-Grundsatz .....	12
c) Keine Notwendigkeit des Ultra-posse-Grundsatzes.....	13
3. Zwischenergebnis .....	14
II. Sinn und Zweck.....	15
1. Zweckmäßigkeitserwägungen und Privilegierungsargument .....	15
2. Fortführung des Privilegierungsarguments .....	16
3. Einschränkung des Privilegierungsarguments.....	17
4. Bestätigung der Bedeutung von „unverzüglich“ .....	18
III. Systematik der Norm.....	18
1. Art. 17 IV MAR.....	18
2. Art. 8, 9 MAR .....	19
IV. Zusammenfassung .....	19
D. Anforderung an Wissen von Organen und evtl. Mitarbeitern .....	20
I. Anknüpfungspunkt – Emittent.....	21
II. Anknüpfungspunkt – Bekanntgabe .....	21
III. Unmögliches Wissen .....	23
1. Tatsächliche Unmöglichkeit.....	23
2. Rechtliche Unmöglichkeit.....	24
IV. Auswertung .....	25
E. Endergebnis und Thesen der Arbeit.....	26
I. Art. 17 MAR als Norm der Wissenszurechnung.....	26
II. Thesen der Arbeit .....	26
Schrifttum .....	28



## A. Einleitung

Am 10. September 2018 begann die mündliche Verhandlung der VW-Anleger gegen VW am OLG in Braunschweig.<sup>1</sup> In diesem Verfahren werfen die Anleger VW vor, zu spät über die Abgasmanipulation informiert worden zu sein.<sup>2</sup> Damit der Kapitalmarkt mit genügend Informationen versorgt wird und so kursrelevante Umstände den Anlegern nicht unbekannt bleiben, verpflichtet Art. 17 I UAbs. 1 MAR (§ 15 WpHG a.F.)<sup>3</sup> Emittenten zur unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen.<sup>4</sup> VW leugnet in dem Verfahren nicht, dass es sich bei der Abgasmanipulation um eine Insiderinformation handelte.<sup>5</sup> Hingegen behauptet VW, dass die Veröffentlichungspflicht erst entstand, als der Vorstand über die Manipulation, welche auf Initiative der unteren Managerebenen erfolgte, informiert wurde.<sup>6</sup> Die entscheidende Frage lautet, ob das Wissen der unteren Managerebenen der VW-AG zugerechnet werden kann und so die Insiderinformation schon hätte eher veröffentlicht werden müssen.<sup>7</sup> Es soll vorliegend keine Lösung für diesen Rechtsstreit gefunden werden. In der Arbeit soll allgemein untersucht werden, ob die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR (§ 15 WpHG a.F.) nur entsteht, wenn der Emittent als juristische Person, Art. 3 I Nr. 21 MAR, von der Insiderinformation wusste oder ob diese auch ohne dessen Kenntnis eintreten kann.<sup>8</sup> Die Arbeitsteilung in Unternehmen führt häufig dazu, dass Informationen nicht zentral vorliegen.<sup>9</sup> Darum wird, falls die Veröffentlichungspflicht von der Kenntnis des Emittenten abhängen sollte, untersucht, ob und wie Wissen von Mitarbeitern oder Organen dem Emittenten nach Art. 17 MAR zugerechnet werden kann.

Es wird kurz im Überblick beschrieben, was Wissenszurechnung meint und welche Voraussetzungen für diese vorliegen müssen. Danach wird untersucht, ob die Voraussetzungen für eine Wissenszurechnung im Art. 17 MAR vorzufinden sind. Nachdem die dafür erforderlichen Voraussetzungen nachgewiesen wurden, wird im letzten

<sup>1</sup> *OLG Braunschweig*, Auftaktverhandlung im Kapitalanleger-Musterverfahren gegen VW und Porsche vor dem Oberlandesgericht Braunschweig, Pressemitteilung vom 10.09.2018 um 13:10 Uhr, erhältlich im Internet: <<https://www.oberlandesgericht-braunschweig.niedersachsen.de/startseite/aktuelles/presseinformationen/auftaktverhandlung-im-kapitalanleger-musterverfahren-gegen-vw-und-porsche-vor-dem-oberlandesgericht-braunschweig-168681.html>> (besucht am 01.12.2018).

<sup>2</sup> *Buck-Heeb*, NZG 2016, 1125 (1125).

<sup>3</sup> § 15 WpHG a.F. ist auf Art. 6 Richtlinie 2003/6/EG zurückzuführen. Der Wortlaut des Art. 6 I UAbs. 1 Richtlinie 2003/6/EG ist fast wortgleich mit dem Art. 17 I UAbs. 1 MAR, sodass Erkenntnisse, die sich aus der Auslegung von § 15 WpHG a.F. ergeben auch auf den Art. 17 I UAbs. 1 MAR übernommen werden können.

<sup>4</sup> *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 18.

<sup>5</sup> *Thomale*, NZG 2018, 1007 (1008).

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> *Ibid.*

<sup>8</sup> *Horcher*, in: BeckHdB-AG, § 22, Rn. 39.

<sup>9</sup> *Naumann/Siegel*, ZHR 181 (2017), 273 (274); *Buck-Heeb*, in: Hauschka/Moosmayer/Lösler (Hrsg), Corporate Compliance, § 2, Rn. 1.

Schritt untersucht, welche Anforderungen sich für die Wissenszurechnung aus dem Art. 17 MAR ergeben.

## B. Grundlagen der Wissenszurechnung

Obwohl das Thema der Wissenszurechnung schon Gegenstand von vielen Forschungsarbeiten war,<sup>10</sup> sind nur wenige grundlegende Probleme des Zivilrechts so ungenügend gelöst wie die der Wissenszurechnung.<sup>11</sup> Deshalb wird zuerst kurz dargelegt, was überhaupt Wissenszurechnung meint und welche Probleme dabei auftauchen. Danach wird knapp beschrieben, wie in Deutschland und in anderen europäischen Staaten (England und Frankreich) die Wissenszurechnung bei juristischen Personen erfolgt.

### I. Begriffsbestimmung

Zurechnung meint im juristischen Sprachgebrauch „die Anknüpfung bestimmter Tatsachen an ein Rechtssubjekt mit der möglichen Folge rechtlicher Verantwortlichkeit“.<sup>12</sup> Wissenszurechnung umfasst dabei Fälle von Wissensverlagerungen, die bei arbeitsteiligen Organisationen auftauchen, wobei sich handelnde und wissende Personen unterscheiden.<sup>13</sup> In diesem Zusammenhang fallen oft die Begriffe Wissen oder Wissenmüssen (auch Kennen oder Kennenmüssen).<sup>14</sup> Zum einen ist festzuhalten, dass Wissen ein Bewusstseinszustand ist.<sup>15</sup> Aus dem Umkehrschluss ergibt sich, dass das Wissenmüssen ein Zustand ist, welcher es nicht in das Bewusstsein der handlungsverantwortlichen Person geschafft hat, es aber hätte schaffen müssen. Das BGB stellt oftmals Kenntnis und Kennenmüssen gleich.<sup>16</sup> Zum Teil beschränkt sich das Kennenmüssen auf die auf Fahrlässigkeit beruhende Nichtkenntnis (Vgl. § 122 II BGB) oder auch auf den Fall der grob fahrlässigen Unkenntnis (Vgl. § 932 II BGB).<sup>17</sup> Der Maßstab an dem „Wissen(müssen)“ gemessen wird, hängt von der in Frage stehenden Norm und von den unterschiedlichen gesetzgeberischen Wertentscheidungen ab.<sup>18</sup> Somit meint Wissenszurechnung die Zurechnung von Wissen und ggf. Wissenmüs-

<sup>10</sup> Koch, ZIP 2015, 1757 (1757).

<sup>11</sup> Grigoleit, ZHR 181 (2017), 160 (162).

<sup>12</sup> Schilken, Wissenszurechnung im Zivilrecht, 4.

<sup>13</sup> Schubert, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg (Hrsg.), MüKo, BGB, § 166, Rn. 45; Grigoleit, ZHR 181 (2017), 160 (166). Person meint in diesem Fall auch juristische Person.

<sup>14</sup> „Wissen“ und „Kennen“ bedeuten rechtlich gesehen dasselbe. Vgl. Buck, Wissen und juristische Person, 47, Fn. 1; Jung, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 34, Fn. 43; Sajnovits, WM 2016, 765 (766, Fn. 16).

<sup>15</sup> Schilken, Wissenszurechnung im Zivilrecht, 54.

<sup>16</sup> *Ibid.*, 7.

<sup>17</sup> *Ibid.*; Buck, Wissen und juristische Person, 18 f.

<sup>18</sup> Buck, Wissen und juristische Person, 18 f.; Schilken, Wissenszurechnung im Zivilrecht, 7; Sajnovits, WM 2016, 765 (767); Jung, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 37; Grigoleit, ZHR 181 (2017), 160 (169); Thomale, Der gespaltene Emittent, 6 f.; Bott, Wissenszurechnung bei Organisationen, 6.

sen.<sup>19</sup> Ob und wie eine Wissenszurechnung erfolgt, wird durch Auslegung der betreffenden Norm ermittelt.<sup>20</sup> Dabei haben alle Normen der Wissenszurechnung (Wissensnormen) gemeinsam, dass sie einen subjektiven Anknüpfungspunkt (Wissen(müssen)) aufweisen.<sup>21</sup> Folglich scheidet eine Wissenszurechnung aus, sobald eine Norm kein subjektives Element aufweist. Aber auch wenn Normen subjektive Komponenten beinhalten, kann eine Wissenszurechnung nicht in jedem Fall das „Defizit des Wissenstatbestands“ beseitigen, sodass in bestimmten Konstellationen eine Wissenszurechnung ausscheidet.<sup>22</sup>

## II. Allgemeine Probleme

Die Wissenszurechnung ist nicht übergreifend positivrechtlich geregelt.<sup>23</sup> Die einzige ausdrückliche Regelung, welche auch das Auseinanderfallen von Handeln und Wissen beinhaltet, stellt § 166 BGB dar.<sup>24</sup> Demnach kommt es nur auf das Wissen des Stellvertreters an. Trotzdem werden auch andere positivrechtliche Anknüpfungen (§§ 31, 278, 831 BGB) zur Wissenszurechnung herangezogen, obwohl diese nicht das Auseinanderfallen von Handeln und Wissen problematisieren.<sup>25</sup> Diese Normen setzen nämlich die vollständige Erfüllung eines Schadensersatztatbestands durch ein Organ oder eine Hilfsperson voraus.<sup>26</sup> Danach werden der Verhaltensbeitrag und die sich darauf beziehenden subjektiven Elemente einer anderen Person zugerechnet.<sup>27</sup> Weil positivrechtliche Lösungen der Wissenszurechnung fehlen, wurden außerpositive Rechtsgrundsätze und Prinzipien (Gleichstellungsgrundsatz und Wissensorganisationspflicht<sup>28</sup>) entwickelt.<sup>29</sup> Der Gleichstellungsgrundsatz besagt, dass Einzelpersonen und arbeitsteilige Organisationen gleichgestellt werden.<sup>30</sup> Weil natürliche Personen, die Angelegenheiten ohne Hilfspersonen erledigen, stets ihr gesamtes Wissen bei sich führen und somit Rechtsnachteilen, die auf Wissen beruhen, nicht ausweichen können, sollen diese nicht schlechter gestellt werden als arbeitsteilige Organisationen.<sup>31</sup> Problematisch daran ist, dass bei Unternehmen mehr Informationen zusammenfließen als bei Einzelpersonen, sodass mehr Risiken bei der Wissenszurechnung als bei Einzelpersonen auftreten und so die Gefahr besteht, dass juristische Personen im Er-

<sup>19</sup> *Schilken*, Wissen und juristische Person, 7 f.

<sup>20</sup> *Sajnovits*, WM 2016, 765 (767 f.).

<sup>21</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, 18 ff.; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (169).

<sup>22</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (166 f.); dazu weiterführend: B. II.

<sup>23</sup> *Ibid.*, (167); *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203 (204).

<sup>24</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (167 und 197); *Thomale*, Der gespaltene Emittent, S. 10.

<sup>25</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (167).

<sup>26</sup> *Ibid.*

<sup>27</sup> *Ibid.*

<sup>28</sup> Es wird zum Teil auch von einer Wissensorganisationsobliegenheit gesprochen. Vgl. *Schilken*, Wissenszurechnung, 55.

<sup>29</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (168); *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 11.

<sup>30</sup> BGHZ 132, 30 (35 f.).

<sup>31</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (190); BGHZ 119, 327 (332).



gebnis schlechter gestellt werden als natürliche Personen.<sup>32</sup> Die Wissensorganisationspflicht rechnet Wissen zu, wenn bei ordnungsgemäßen Organisationsverhalten der Handlungsverantwortliche die Information von dem Wissenden hätte in Erfahrung bringen können.<sup>33</sup> Wie diese Pflicht konkret ausgestaltet sein muss, wurde weder in der Rechtsprechung noch in der Literatur präzisiert.<sup>34</sup> Außerdem kann die Auslegung von bestimmten Wissensnormen ergeben, dass das Problem des Auseinanderfallens von Wissen und Handeln nicht durch Wissenszurechnung beseitigt werden kann.<sup>35</sup> So reicht es bspw. im Falle der sittenwidrigen Schädigung nach § 826 BGB nicht aus, dass eine Person handelt und eine andere Person das entsprechende Wissen um den Tatbestand hat.<sup>36</sup> Die Rechtsprechung erfolgt dabei insgesamt auf wertender Basis.<sup>37</sup> Auch wenn die Einbeziehung verschiedener Faktoren zu sachgerechten Einzelfallentscheidungen führt, leidet die Rechtssicherheit darunter.<sup>38</sup>

### III. Wissenszurechnung AG/Konzern

In Deutschland gab es bei der Wissenszurechnung eine strikte Unterscheidung zwischen Organwaltern und einfachen Mitarbeitern.<sup>39</sup> Im Grundsatz wurde Wissen eines zuständigen Organwalters mit dem Wissen der Gesellschaft gleichgestellt (strikte Organtheorie).<sup>40</sup> Nach einem anderen oft nicht ausgesprochenen Grundsatz fand eine Zurechnung von Wissen einfacher Mitarbeiter nicht statt.<sup>41</sup> Inzwischen wird die strikte Unterscheidung zwischen Mitarbeitern und Organwaltern häufig durchbrochen, sodass auch Wissen von Mitarbeitern Unternehmen zugerechnet werden kann.<sup>42</sup> Außerdem findet die strikte Organtheorie keine Anwendung mehr.<sup>43</sup> Heute erfolgt die Zurechnung vor allem aufgrund wertender Betrachtung, wobei die Pflicht zur ordnungsgemäßen Organisation der Wissensverwaltung die Basis der Betrachtung darstellt.<sup>44</sup> Wenn die ordnungsgemäße Organisation nicht eingehalten wird, wird Wissen der Gesellschaft zugerechnet.<sup>45</sup> Diese Grundsätze sind jedoch nur für vertragsrechtliche Haftungskonstellationen entwickelt worden.<sup>46</sup> Sie finden nicht ohne Weiteres für

<sup>32</sup> BGHZ 132, 30, (36).

<sup>33</sup> *Ibid.*

<sup>34</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (193); *Schubert*, in: *Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg* (Hrsg.), MüKO, BGB, § 166, Rn. 46.

<sup>35</sup> *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160 (166).

<sup>36</sup> *Ibid.*, (166 f.).

<sup>37</sup> BGHZ 109, 327, (331); 132, 30 (35).

<sup>38</sup> *Schubert*, in: *Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg* (Hrsg.), MüKO, BGB, § 166, Rn. 51.

<sup>39</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2107), 203 (206 f.).

<sup>40</sup> BGHZ 41, 282 (287); 20, 149 (152 f.); 109, 327 (331); Urteil des BGH v. 30.04.1955 (II ZR 5/54), WM 1955, 830, (832); *Buck-Heeb*, AG 2015, 801 (802).

<sup>41</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203 (207).

<sup>42</sup> *Ibid.*, (207 f.).

<sup>43</sup> *Buck-Heeb*, WM 2008, 281 (282); *Schwintowski*, ZIP 2015, 617 (621); *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (389); *Verse*, AG 2015, 413 (416).

<sup>44</sup> Siehe dazu oben unter B. II.

<sup>45</sup> BGHZ 117, 104 (107 f.); 132, 130 (136).

<sup>46</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203 (209).

das Deliktsrecht Anwendung.<sup>47</sup> Bspw. im Fall des § 826 BGB ist „eine Wissenszurechnung oder eine Wissenszusammenrechnung durch Berücksichtigung des Wissens anderer Mitarbeiter der juristischen Person [...] ausgeschlossen“.<sup>48</sup> Demnach ist wiederum bei § 826 BGB zwischen dem Wissen von Organwaltern und sonstigen Mitarbeitern streng zu unterscheiden.<sup>49</sup> In einer AG hat der Vorstand dafür zu sorgen, dass wichtige Informationen weitergeleitet bzw. abgefragt werden.<sup>50</sup> Die Wissensorganisation muss dabei so ausgestaltet sein, dass wichtige Informationen den Entscheidungsträgern zur Verfügung stehen.<sup>51</sup> Je bedeutsamer ein Rechtsgeschäft oder eine Handlung für die AG wird, desto eher ist eine Abfrage- oder Weiterleitungspflicht von Informationen anzunehmen.<sup>52</sup> Eine Zurechnung des Aufsichtsratswissen (außerhalb der Zuständigkeit) zum Vorstand wird abgelehnt, weil für eine Weiterleitungspflicht der Organisationspflichtige in der Lage sein muss, dieses Wissen zu beherrschen (sog. Organisationsmacht).<sup>53</sup> Bei der Wissenszurechnung in einem Konzern werden die Zurechnungsrichtungen „bottom up, top down“<sup>54</sup> aber auch zwischen den Schwesterunternehmen unterschieden.<sup>55</sup> Die Konzernierung für sich gesehen begründet keine Wissenszurechnung, weil sonst die rechtliche Selbstständigkeit (Trennungsprinzip) der Unternehmen keine Beachtung fände.<sup>56</sup> Im Konzern gelten die zuvor dargelegten Kriterien,<sup>57</sup> welche aber im Detail angepasst werden müssen.<sup>58</sup> Durch das Trennungsprinzip ist die Steuerbarkeit und Beherrschbarkeit der Informationsflüsse durch den Konzern eingeschränkt, sodass eine Wissenszurechnung in Fällen der fehlenden Organisationsmacht ausscheidet.<sup>59</sup> Jedoch wird das Trennungsprinzip immer häufiger zugunsten des Einheitsprinzips durchbrochen.<sup>60</sup> Schranken für die Zurechnung ergeben sich für den Konzern als auch für die AG aus zwingenden rechtlichen Vorgaben, welche einer Wissensweitergabe entgegenstehen (z.B. Datenschutz und Verschwiegenheitspflichten).<sup>61</sup>

<sup>47</sup> *Ibid.*, (209 f.).

<sup>48</sup> BGH v. 28.06.2016 (VI ZR 536/15), WM 2016, 1977 (1979).

<sup>49</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203 (210).

<sup>50</sup> *Naumann/Siegel*, ZHR 181 (2017), 273 (274 ff.).

<sup>51</sup> BGHZ 132, 30 (35 ff.); BGHZ 117, 104 (106 f.); *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18 (21 f.).

<sup>52</sup> *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311 (325).

<sup>53</sup> *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72 (74 f.); *Buck-Heeb*, AG 2015, 801 (808); *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311 (328).

<sup>54</sup> *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311 (333).

<sup>55</sup> *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357 (358).

<sup>56</sup> *Drexler*, ZHR 161 (1997) 491 (508); *Bork*, ZGR 1994, 237 (255 f.); *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311 (333).

<sup>57</sup> *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311 (333).

<sup>58</sup> *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 311 (360).

<sup>59</sup> *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311 (333 f.).

<sup>60</sup> *Habersack*, AG 2016, 691, (696f.); *Hommelhoff*, AG 2016, 684, (690).

<sup>61</sup> *Schubert*, in: *Säckerl/Rixeckerl/Oetker/Limberg* (Hrsg.), MüKO, BGB, § 166, Rn. 51; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801 (810 f.); *Verse*, AG 2015, 413, (417); *Westerhoff*, Organ und (gesetzlicher) Vertreter, 80.

#### IV. Wissenszurechnung in anderen EU-Staaten – bspw. in Frankreich und England

Das in Deutschland viel diskutierte Thema der Wissenszurechnung führt in anderen Staaten der EU allenfalls ein Schattendasein.<sup>62</sup> Im französischen Recht wird eine Diskussion über Wissenszurechnung im Vertrags- bzw. Deliktsrecht nicht geführt.<sup>63</sup> Dies liegt wohl daran, dass dort juristischen Personen sämtliche Handlungen ihrer Mitarbeiter zugerechnet werden.<sup>64</sup> Diese strikte Zurechnung erfolgt auch im englischen Recht.<sup>65</sup> Es gilt bei der außervertraglichen Haftung der Grundsatz „respondeat superior“,<sup>66</sup> wonach der Geschäftsherr für Delikte des Gehilfen haftet, welche er in Ausführung der ihm übertragenden Tätigkeit begeht.<sup>67</sup> Probleme tauchen im englischen Recht erst auf, wenn einer juristischen Person ein Gesetzesverstoß vorgeworfen werden soll und das jeweilige Gesetz eine bestimmte Willensrichtung voraussetzt.<sup>68</sup> Es erfolgt dabei keine strikte Wissenszurechnung kraft Organstellung, wie in Deutschland.<sup>69</sup> Entscheidend ist, ob es sich bei der wissenden Person um den „directing mind and will“ der Kooperation handelt.<sup>70</sup> Somit kommen für die Haftung auch Mitarbeiter in Betracht, wenn diese als „alter ego der Kooperation“ auftreten.<sup>71</sup> Weil in diesen Rechtsordnungen den juristischen Personen das gesamte Verhalten der Mitarbeiter zugerechnet wird, muss dem Organwalter im Vergleich zu Deutschland kein schuldhaftes Verhalten (fehlerhafte Wissensorganisationspflichten) nachgewiesen werden.<sup>72</sup> Deswegen ist eine Wissenszurechnung in vielen Bereichen nicht notwendig.<sup>73</sup>

#### C. Art. 17 MAR als Norm der Wissenszurechnung

Damit Art. 17 MAR eine Norm ist, mit welcher Wissen zugerechnet werden kann, muss diese ein Wissensselement beinhalten.<sup>74</sup> Wenn dieses nicht vorliegt, muss eine Wissenszurechnung von vornherein ausscheiden. Dies wird durch Auslegung ermittelt.<sup>75</sup> Die MAR ist als Verordnung europäisches Sekundärrecht.<sup>76</sup> Grundsätzlich findet bei Unionsrecht die allgemeine Methodenlehre zur Auslegung Anwendung.<sup>77</sup>

<sup>62</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203 (205).

<sup>63</sup> *Ibid.*, 203 (210).

<sup>64</sup> *Ibid.*, 203 (210 f.).

<sup>65</sup> *Renner*, Die deliktische Haftung für Hilfspersonen in Europa, 135 f.

<sup>66</sup> *Ibid.*

<sup>67</sup> *Ibid.*; *Wicke*, Respondeat Superior, 241 ff.

<sup>68</sup> *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203 (218).

<sup>69</sup> *Ibid.*, 203 (219).

<sup>70</sup> *Ibid.*, 203 (219 f.).

<sup>71</sup> *Ibid.*, (220).

<sup>72</sup> *Ibid.*, (270 f.).

<sup>73</sup> *Ibid.*, (249).

<sup>74</sup> Siehe dazu oben unter B. I.

<sup>75</sup> Siehe dazu oben unter B. I.

<sup>76</sup> *Streinz*, Europarecht, Rn. 466.

<sup>77</sup> *Epiney*, Die Europäische Union, § 9, Rn. 11.

## I. Wortlautauslegung

Der Wortlautauslegung kommt ein besonders hoher Stellenwert zu, weil diese die gemeinsame Basis für eine einheitliche europäische Interpretation bietet.<sup>78</sup> Nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR gibt ein Emittent der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt. Voraussetzung, dass eine Handlungspflicht für den Emittenten entsteht, ist dem ersten Blick nach nur das Vorliegen einer Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft.<sup>79</sup>

### 1. „Bekanntgeben“

Nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR soll eine Insiderinformation bekanntgegeben werden. Man könne jedoch nur etwas bekanntgeben, was einem selbst bekannt ist.<sup>80</sup> Darum setze Art. 17 I UAbs. 1 MAR nach einer Meinung zwingend Wissen von der Insiderinformation voraus.<sup>81</sup>

### 2. „Unverzüglich“

Einen Hinweis auf ein subjektives Element könnte das Wort „unverzüglich“ geben. Das Wort „unverzüglich“ wurde nachträglich geändert. Vorher hieß es „so bald wie möglich“.<sup>82</sup> Unverzüglich bedeutet im deutschen Recht „ohne schuldhaftes Zögern“ nach § 121 I BGB und beinhaltet ein subjektives Element.<sup>83</sup> Die MAR soll als EU-Verordnung eine Vollharmonisierung des Kapitalmarktrechts ermöglichen.<sup>84</sup> Sie ist deswegen autonom auszulegen.<sup>85</sup> Deshalb darf „unverzüglich“ nicht ohne weiteres wie im deutschen Zivilrecht verstanden werden.<sup>86</sup>

<sup>78</sup> *Klöhn*, NZG 2017, 1285 (1287).

<sup>79</sup> Im Folgenden wird die Voraussetzung „unmittelbares betreffen“ nicht näher betrachtet. Wenn von einer Insiderinformation gesprochen wird, ist eine Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft, gemeint.

<sup>80</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Art. 17 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 34 und Rn. 50.

<sup>81</sup> *Ibid.*, Art. 17 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 34 und Rn. 50.; ähnlich *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 78, Rn. 30.

<sup>82</sup> Berichtigung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 vom 12.6.2014).

<sup>83</sup> Vgl. *Ellenberger*, in: Palandt, § 121, Rn. 3.

<sup>84</sup> Erwägungsgrund (5) MAR; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17; *Klöhn*, Marktmissbrauchsverordnung, Art. 17 MAR, Rn. 112.

<sup>85</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (389); *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 7, Rn. 24.

<sup>86</sup> *Thomale*, NZG 2018, 1007 (1009); *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (383); *Kumpan*, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR, Rn. 6; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 30.

a) *Objektives Verständnis*

Hinweise, wie einzelne Wörter im EU-Recht auszulegen sind, ergeben sich aus anderen Sprachfassungen.<sup>87</sup> Diese sprechen u.a. von „as soon as possible“, „dès que possible“ und „cuanto antes“.<sup>88</sup> Diese Ausdrücke würden als Synonyme für „prompt“, „rapide“, „rapida“ gebraucht und werden im Sinne von „baldmöglichst“ oder „sofort“ verstanden.<sup>89</sup> Auch wenn eine Änderung von „so bald wie möglich“ in „unverzüglich“ vorgenommen wurde, sollte dies keine Änderung der Wortbedeutung bezwecken.<sup>90</sup> „Unverzüglich“ sei insgesamt objektiv auszulegen.<sup>91</sup> Deshalb könnte man nach der Wortlautauslegung der Meinung sein, dass Art. 17 I MAR eine Norm ist, welche keine subjektiven Bestandteile enthält und lediglich die Voraussetzung hat, dass eine Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft, vorliegen muss.<sup>92</sup>

b) *Einschränkung über den Ultra-possé-Grundsatz*

Gegen das objektive Verständnis der Norm wird eingewendet, dass die sofortige Veröffentlichungspflicht zu einer unmöglich zu erfüllenden Aufgabe führen kann.<sup>93</sup> Dies soll das Beispiel verdeutlichen, in dem die zuständige Zulassungsbehörde ein mit großem Aufwand entwickeltes Arzneimittelpreparat EU-weit zulässt.<sup>94</sup> Diese Zulassung stellt in dem Moment, in dem sie erteilt wird, eine den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation dar.<sup>95</sup> Für den Emittenten ist dies aber unmöglich, vor Erhalt der Zulassungsentscheidung zu wissen, wie die zuständige Behörde entschieden hat.<sup>96</sup> Wenn der Emittent die Insiderinformation sofort veröffentlichen muss, also bevor er sie überhaupt erfahren kann, ist es für ihn unmöglich. Eine solche Handlungspflicht bedürfe deswegen auf der Ebene des EU-Rechts einer besonderen Legitimation, weil ansonsten gegen den Grundsatz des *ultra posse nemo obligatur* verstoßen werde.<sup>97</sup> Dieser Grundsatz besagt, dass jenseits seines Könnens niemand verpflichtet werden darf.<sup>98</sup> Dies gelte umso mehr, wenn die Darlegungs- und Beweislast für die entlastende, eine Schadensersatzhaftung nach § 37 b WpHG a.F. (§ 97 WpHG n.F.) abwendende Einrede, es habe weder Vorsatz noch grobe Fahrlässigkeit vorgelegen, bei

<sup>87</sup> Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17; Thomale, NZG 2018, 1007 (1009); Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR, Rn. 6.

<sup>88</sup> Thomale, Der gespaltene Emittent, 77, Fn. 4.

<sup>89</sup> Ibid., 42 und 77.

<sup>90</sup> Ibid., 77.

<sup>91</sup> Ibid.; Nietsch, ZIP 2018, 1421 (1427, 1429).

<sup>92</sup> Dafür Klöhm, NZG 2017, 1285 (1287); Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15, Rn. 28; Spindler/Speier, BB 2005, 2031, (2032); Ziemons, NZG 2004, 537, (541f.); Thomale, Der gespaltene Emittent, 3 und 78.

<sup>93</sup> Ibrügge, ZHR 181 (2017), 381 (385).

<sup>94</sup> Beispiel bei: Ibid., (384).

<sup>95</sup> Ibid., (385).

<sup>96</sup> Ibid.

<sup>97</sup> Ibid., unter Berufung auf EuGH, Rs. C-234/09, Skatteministeriet/DSV Road A/S, Slg. 2010, I-7335, Rn. 34.

<sup>98</sup> Adomeit, Latein für Jurastudenten, 53.

dem Emittenten liege.<sup>99</sup> Deshalb entstehe keine Veröffentlichungspflicht, bevor der Emittent von der Insiderinformation Kenntnis erlangt.<sup>100</sup> Außerdem führt eine Verpflichtung zum Unmöglichen dazu, dass das Ansehen des Rechts insgesamt zerstört wird.<sup>101</sup> Deshalb ist die Einschränkung eines Gesetzes über die Maxime des *ultra posse nemo obligatur* vernünftig.<sup>102</sup> Damit die Norm dem Ultra-posse-Grundsatz gerecht wird, darf die Veröffentlichungspflicht für den Emittenten nicht objektiv unmöglich sein. Das wäre aber der Fall, wenn er die Information unter keinen Umständen erfahren kann. Voraussetzung ist also, dass der Emittent die Information hätte objektiv wissen können bzw. wissen müssen. Somit führt die Anwendung des Ultra-posse-Grundsatzes dazu, dass in den Art. 17 I UAbs. 1 MAR Wissenmüssen als Tatbestandsvoraussetzung hineingelesen werden muss. Es ist hingegen nicht erforderlich, dass der Emittent sichere Kenntnis der Insiderinformation hatte.<sup>103</sup>

c) *Keine Notwendigkeit des Ultra-posse-Grundsatzes*

Bei dieser Argumentation wird jedoch ein wichtiger Aspekt missachtet: Die MAR macht für das deutsche Zivilrecht in privatschadensrechtlichen Bereichen keine Vorgaben.<sup>104</sup> § 37 b WpHG a.F. (§ 97 WpHG n.F.) basiert auf einer autonomen Entscheidung des deutschen Gesetzgebers.<sup>105</sup> Weil Art. 17 MAR als EU-Sekundärrecht das ranghöhere Recht darstellt, verbietet sich eine Auslegung vom rangniedrigen zum ranghöheren Recht. Somit kann durch dieses Argument der „Ultra-posse-Grundsatz“ nicht unterstützt werden.<sup>106</sup> Vor allem aber braucht der Grundsatz nicht angewendet werden, wenn sich aus der Norm selbst ergibt, dass nichts Unmögliches von dem Emittenten verlangt wird.<sup>107</sup> Ob das der Fall ist, kann erneut ein Vergleich mit anderen Sprachfassungen zeigen. Diese sprechen unter anderem von „as soon as possible“, „dès que possible“ und „cuanto antes“. Diese Sprachfassungen beinhalten alle, bis auf die deutsche Variante, dass die Veröffentlichung so schnell wie *möglich* erfolgen soll. Es wird nach dieser Lesart gerade *nichts Unmögliches* verlangt.<sup>108</sup> Wenn „unverzüglich“ tatsächlich „sofort“ bedeuten sollte, könnte der Gesetzgeber auch „sofort“ in das Gesetz schreiben.<sup>109</sup> Dies wurde aber in keiner hier aufgezeigten Sprachfassung getan. Das ist als Hinweis zu verstehen, dass die Veröffentlichungspflicht nicht sofort erfol-

<sup>99</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (385).

<sup>100</sup> *Ibid.*

<sup>101</sup> *Adomeit/Hähnchen*, Rechtstheorie mit juristischer Methodenlehre, 19.

<sup>102</sup> *Ibid.*

<sup>103</sup> So aber *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (385 f.).

<sup>104</sup> *Veil/Koch*, WM 2011, 2297 (2305); *Möllers/Leisch*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, §§ 37b, c, Rn. 17; *Thomale*, NZG 2018, 1007 (1009).

<sup>105</sup> *Veil/Koch*, WM 2011, 2297, (2305); *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 78; *Thomale*, NZG 2018, 1007 (1009).

<sup>106</sup> Im Ergebnis wohl auch so *Klöhn*, NZG 2017, 1285 (1287).

<sup>107</sup> Vgl. *Ibid.*

<sup>108</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17; *Klöhn*, NZG 2017, 1285 (1287).

<sup>109</sup> So auch *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 15, Rn. 116 bezogen auf Art. 6 I Marktmissbrauchsrichtlinie.

gen soll, sobald eine Insiderinformation entsteht. Aus einem solchen Verständnis der Norm („so schnell wie möglich“) muss das Gleiche abgeleitet werden, was zuvor mit Hilfe des Ultra-*posse*-Grundsatzes herausgearbeitet wurde: Der Emittent muss alles veröffentlichen, was nicht objektiv unmöglich zu veröffentlichen ist. Eine Veröffentlichung ist dann nicht unmöglich, wenn es für den Emittenten nicht objektiv unmöglich war, die Insiderinformation zu erfahren.<sup>110</sup> Demnach beinhaltet die Norm kein sicheres Wissen als Tatbestandsvoraussetzung. Es genügt ein Wissenmüssen,<sup>111</sup> dass sich auf alles das bezieht, was objektiv gewusst werden kann.

### 3. Zwischenergebnis

„Unverzüglich“ bezieht sich nicht auf den pflichtbegründenden Tatbestand, sondern nur auf das Pflichtenprogramm.<sup>112</sup> Dass eine Veröffentlichungspflicht unverzüglich umgesetzt wird, setzt nämlich zwingend voraus, dass diese Pflicht schon entstanden ist.<sup>113</sup> Bis dahin ist die Norm objektiv zu verstehen.<sup>114</sup> Lediglich die Umsetzung dieser Pflicht muss dahingehend eingeschränkt werden, dass diese erst erfolgen muss, sobald es objektiv möglich war, die Insiderinformation zu erfahren.<sup>115</sup> Ein Verständnis der Unverzüglichkeit im Sinne von „sofort“ könnte den Emittenten sonst zu einer unmöglichen Handlungspflicht zwingen. Dieses Ergebnis stünde mit anderen Sprachfassungen („as soon as possible“) im Widerspruch, sodass keine Veröffentlichung verlangt werden kann, bevor der Emittent objektiv in der Lage war, die Insiderinformation zu wissen. Daraus folgt die Tatbestandsvoraussetzung „Wissenmüssen“. Aus „Bekanntgeben“ ergibt sich, dass der Emittent zwingend sicheres Wissen bei der Bekanntgabe hat. Wenn man beide Ergebnisse mit einander vereint, bedeutet dies, dass die Norm sicheres Wissen voraussetzt und Wissenmüssen dem sicheren Wissen gleichgestellt wird. Im Ergebnis muss der Emittent alles wissen, was nicht unmöglich zu wissen ist.<sup>116</sup> Im Folgenden wird der Emittent, der alles weiß, was nicht unmöglich zu wissen ist, als Vergleichsemittent bezeichnet. Wenn ein Emittent eine Insiderinformation nicht veröffentlicht, weil er sie nicht erfahren hat, der Vergleichsemittent sie jedoch erfahren hätte, muss dem Emittenten ein Pflichtwidrigkeitsvorwurf gemacht werden. In einem solchen Fall hat der Emittent nicht unverzüglich gehandelt.

<sup>110</sup> Vgl. *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 306.

<sup>111</sup> Wohl auch so: *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 30.

<sup>112</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (383).

<sup>113</sup> *Ibid.*; *Versteegen* in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 15, Rn. 110; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 30.

<sup>114</sup> *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 15, Rn. 110; *Behm*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 117 ff.

<sup>115</sup> Vgl. *Behm*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 118; weniger streng aber ähnlich: *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 15, Rn. 110; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 478; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 30; *Kumpfan*, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR, Rn. 6; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 419; *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 80 f.; *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 256 f.

<sup>116</sup> „Unmögliches Wissen“ unten unter C. III.

## II. Sinn und Zweck

Aus dem Erwägungsgrund (49) ergibt sich, dass die Ad-hoc-Publizität von wesentlicher Bedeutung ist, um Insidergeschäfte und Irreführung von Anlegern vorzubeugen. Je schneller Informationen an den Markt weitergeleitet werden, desto schneller können diese in die Preisbildung einfließen.<sup>117</sup> Außerdem können potentielle Insider keinen Vorteil aus einer Information ziehen, wenn diese dem Markt schnell bekanntgegeben wird.<sup>118</sup> Somit wird durch die Norm der Insiderhandel eingeschränkt und der Funktionsschutz des Kapitalmarktes insgesamt gestärkt.<sup>119</sup> Wenn der Emittent eine Insiderinformation nicht kennt, kann er diese nicht veröffentlichen. Sicheres Wissen muss als Tatbestandsmerkmal ausscheiden, weil eine mangelhafte Compliance-Struktur dafür sorgen könnte, dass ein Emittent eine Insiderinformation nicht erhält und deswegen nicht pflichtwidrig handelt.<sup>120</sup> Dies beweist ein Vergleich zweier Emittenten: Einer der beiden ist ein Vergleichsemittent<sup>121</sup> und erlangt Kenntnis von einer Insiderinformation und veröffentlicht diese. Der andere bemerkt die Insiderinformation nicht, weil das Unternehmen keine bzw. eine schlechte Wissensorganisation aufweist. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht ist aufwendig, weil sie eine ständige Überwachung, Bewertung und Kommunikation innerhalb des Unternehmens erforderlich macht.<sup>122</sup> Würde Art. 17 I UAbs. 1 MAR nur sicheres Wissen voraussetzen, führt dies dazu, dass der Emittent, der keine Ressourcen für die Informationssuche „verschwendet“ und deswegen auch keine Insiderinformationen erfährt, genauso wenig pflichtwidrig handelt, wie der Vergleichsemittent, der aktiv nach Insiderinformationen sucht. Es ist nicht ersichtlich, warum der Unwissende privilegiert werden soll. Das könnte sonst zur Folge haben, dass nicht mehr aktiv nach Insiderinformationen gesucht wird und diese so auch nicht mehr veröffentlicht werden. Infolge würde der Kapitalmarkt nicht mehr mit Insiderinformationen versorgt werden. Dies würde dem Sinn und Zweck der Norm widersprechen.<sup>123</sup>

### 1. Zweckmäßigkeitserwägungen und Privilegierungsargument

Fraglich ist, ob der Zweck der Norm eher erreicht wird, wenn die Pflicht zur Veröffentlichung entsteht, sobald eine Insiderinformation vorliegt oder sobald der Emittent eine Insiderinformation nicht kennt, obwohl er sie kennen müsste. In beiden Fällen kommt es im Fall der Nichtveröffentlichung zu hohen Sanktionen.<sup>124</sup> Diese versucht ein Emittent natürlich zu umgehen. Das heißt, dass der Emittent eher versuchen wird, Informationen zu sammeln und dahin zu untersuchen, ob sie Insiderwis-

<sup>117</sup> *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 18.

<sup>118</sup> *Ibid.*; *Kumpan*, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR, Rn. 1.

<sup>119</sup> *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62 (66); *Ibrig*, ZHR 181 (2017), 381 (390).

<sup>120</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17.

<sup>121</sup> Definition siehe oben unter B. I. 3.

<sup>122</sup> *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 1.

<sup>123</sup> Vgl. *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17; *Klöhn*, NZG 2017, 1285 (1287).

<sup>124</sup> Art. 30 I UAbs. 1 lit. a) MAR, umgesetzt in nationales Recht: §§ 6, 120 Abs. 15 WpHG.



sen darstellen, um sie ggf. zu veröffentlichen. Bei der Auslegung nach Sinn und Zweck muss bei EU-Recht das Effizienzgebot (*effet utile*) beachtet werden.<sup>125</sup> Demnach sind Normen so auszulegen, dass sie eine möglichst große Wirkung entfalten.<sup>126</sup> Darum muss beachtet werden, dass Emittenten noch größere Nachforschungen betreiben werden und der Zweck der Norm noch mehr gefördert wird, wenn Art. 17 MAR objektiv zu verstehen ist, weil es in diesem Fall keine Möglichkeit gibt, sich auf die Unkenntnis zu berufen.<sup>127</sup> Anders verhält es sich, wenn der Emittent ohnehin Insiderinformationen nicht erfahren kann, auch wenn dieser die größten Anstrengungen unternimmt und die Pflichten eines Vergleichsemittenten erfüllt. In einem solchen Fall kann der Emittent die Insiderinformation unter keinen Umständen veröffentlichen, weder wenn die Norm objektiv verstanden wird, noch die Norm das Tatbestandsmerkmal Wissenmüssen beinhaltet. Wenn also das Wissenmüssen auf alles das, was der Emittent auch tatsächlich wissen kann, begrenzt wird, wird der Zweck durch die subjektive Auslegung (Wissenmüssen) genauso sehr gefördert, wie durch eine objektive Auslegung.

## 2. Fortführung des Privilegierungsarguments

Der Aufschub einer Insiderinformation nach Art. 17 IV MAR ermöglicht es, dass ein Emittent die Veröffentlichung einer Insiderinformation unter den in der Norm aufgezählten Voraussetzungen aufschieben kann. Die Wörter „aufschieben“<sup>128</sup> oder „auf eigene Verantwortung“<sup>129</sup> setzen von der Wortbedeutung her eine bewusste Handlung voraus. Zumindest wird aber das Bewusstsein über eine Insiderinformation gefordert.<sup>130</sup> Wenn eine Befreiung auch ohne Wissen des Emittenten entstünde, würde dem Emittenten der Anreiz zur Nachforschung von Insiderinformationen genommen werden.<sup>131</sup> Das widerspricht dem Zweck der Ad-hoc-Publizität.<sup>132</sup> Wenn ein Emittent von einer Insiderinformation weiß und diese absichtlich aufschiebt, handelt er, wenn die Voraussetzungen von Art. 17 IV MAR vorliegen, nicht pflichtwidrig. Die Frage lautet, was zwischen der entstandenen Insiderinformation und dem Entschluss des Emittenten die Veröffentlichung bewusst aufzuschieben liegt. Ausgangspunkt ist, dass ein Emittent eine Insiderinformation in Erfahrung bringt. Nachdem dies geschehen ist, muss er prüfen, ob die Veröffentlichung aufgeschoben wird oder nicht. Die Zeitspanne (Überprüfung der Aufschubmöglichkeit) muss existieren.

<sup>125</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17; *Epiney*, Die Europäische Union, § 9, Rn. 18 f.

<sup>126</sup> *Epiney*, Die Europäische Union, § 9, Rn. 18.

<sup>127</sup> Vgl. *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 43.

<sup>128</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 8. Auflage, Rn. 404.

<sup>129</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 431; *ESMA*, Consultation Paper 15.07. 2014, 61, Rn. 296; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421 (1422, Fn. 9).

<sup>130</sup> *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 43; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 431; anders *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 147 ff; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 176 f.

<sup>131</sup> *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 43.

<sup>132</sup> *Ibid.*

Wenn diese nicht existieren würde, müsste der Emittent die Insiderinformation sofort veröffentlichen. Dies hätte zur Folge, dass ein nachträglicher Aufschub keinen Sinn mehr hat, weil dann das Ziel des Aufschubes, die berechtigten Interessen des Emittenten zu schützen (Art 17 IV lit. a) MAR), nicht mehr erreicht werden kann.<sup>133</sup> Dabei darf wieder der Emittent, der weniger Wissen als der Vergleichsemittent hat, nicht privilegiert werden. Darum muss der Zeitpunkt, ab dem die Zeitspanne zu laufen beginnt, für alle Emittenten gleich sein. Entscheidend ist, wann der Vergleichsemittent die ad-hoc-pflichtige Insiderinformation erfahren hätte. In Bezug auf die Wissenszurechnung bedeutet das, dass die Zeitspanne spätestens zu laufen beginnt,<sup>134</sup> sobald ein Vergleichsemittent von der Insiderinformation erfahren hätte. Mit anderen Worten: Die Zeitspanne beginnt zu laufen, sobald der Emittent von der Information hätte wissen müssen. Das Wissenselement wird dabei aus Art. 17 I UAbs. 1 MAR i.V.m. Art. 17 IV MAR geschöpft. Somit stellt Art. 17 I UAbs. 1 MAR entgegen anderer Behauptungen keine rein objektive Norm dar.

### *3. Einschränkung des Privilegierungsarguments*

Die unreflektierte Anwendung des Privilegierungsarguments hat einen Haken: Zuvor wurde gesagt, dass die Zeitspanne zur Überprüfung, ob eine Veröffentlichung aufgeschoben werden kann, zum selben Zeitpunkt zu laufen beginnt, nämlich dann, wenn der Vergleichsemittent von einer Insiderinformation erfährt. Nun könnte jedoch durch Zufall ein Emittent von einer Insiderinformation erfahren, bevor der Vergleichsemittent an seiner Stelle von dieser Insiderinformation erfahren hätte. Ein noch eindrucksvolleres Beispiel wäre, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, die ein Vergleichsemittent ohnehin nicht erfahren kann. Würde aufgrund des Privilegierungsarguments die Veröffentlichungspflicht erst nach Ablauf der Zeitspanne entstehen oder die Zeitspanne, wie im zweiten Beispiel, erst gar nicht zu laufen beginnen, stellt die Nichtveröffentlichung der Insiderinformation nach strenger Anwendung des Privilegierungsarguments keine Pflichtverletzung nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR dar. Dies wäre aber mit dem Sinn und Zweck der Norm nicht vereinbar. Die Sanktionslosigkeit könnte zur Folge haben, dass Emittenten solche Insiderinformationen nicht veröffentlichen. Deswegen muss in einem solchen Fall die Zeitspanne zu laufen beginnen, sobald der Emittent die Insiderinformation erfährt. Die Zeitspanne beginnt somit spätestens, wenn ein Vergleichsemittent von der Insiderinformation erfahren würde aber frühestens, wenn der Emittent von einer Insiderinformation tatsächlich Kenntnis erlangt. Das spricht im Kern nicht gegen das Privilegierungsargument. Dieses sieht vor, dass ein wissender Emittent nicht schlechter gestellt werden soll, als ein unwissender. Der wissende Emittent ist grds. der Vergleichsemittent, der alles weiß, was nicht unmöglich zu wissen ist. Dieses Wissen beruht auf Eigenleistung (große Anstrengung bei der Informationssuche). Diese Eigenleistung soll durch das Privilegierungsargument honoriert werden. Das heißt, dass fast keine Fälle denkbar sind, in welchem ein Emittent mehr wissen kann, als der Vergleichsemittent. Der einzig

<sup>133</sup> Klöhn, ZHR 178 (2014), 73.

<sup>134</sup> Warum „spätestens“ unten unter C. II. 3.

denkbare Fall wäre, dass ein Emittent durch Zufall eine Insiderinformation in Erfahrung bringt. Darum beginnt in einem solchen Fall die Zeitspanne, die aus Art. 17 IV MAR folgt, schon zu laufen. Das bedeutet weiterhin, dass sicheres Wissen zwar keine Voraussetzung aber hinreichende Bedingung für Art. 17 I UAbs.1 MAR ist.<sup>135</sup>

#### 4. Bestätigung der Bedeutung von „unverzüglich“

Zuvor wurde bei der Wortlautauslegung festgestellt, dass aus „unverzüglich“ ein subjektives Element geschöpft werden kann.<sup>136</sup> Ein Gedankenexperiment soll zeigen, dass diese Grundannahme stimmt. Man müsste sich die Frage stellen, was wäre, wenn das Wort „unverzüglich“ mit dem Wort „sofort“ ausgetauscht werden würde und dieses Wort auch in allen Sprachfassungen als „sofort“ im deutschen Sinn verstanden wird. Wenn Art. 17 I UAbs. 1 MAR nun also lautet: „Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, sofort bekannt.“ Nun würde eine Wortlautauslegung dazu führen, dass „sofort“ objektiv verstanden wird. Aber selbst in diesem Extremfall, müsste mit der zuvor geführten Argumentation des Absatzes 4 eine Zeitspanne übrigbleiben, weil Absatz 4 ansonsten seinen Zweck nicht erreichen kann. Somit entsteht die Pflicht zur Veröffentlichung nicht „sofort“ (auch wenn dies in der Norm stehen würde), sondern erst nachdem ein Emittent die Möglichkeit hatte, zu prüfen, ob eine Aufschubmöglichkeit besteht. „Unverzüglich“ kann daher als Hinweis auf die Zeitspanne in Art. 17 IV MAR verstanden werden.<sup>137</sup> Ansonsten hätte der Ausdruck „sofort“ vom Gesetzgeber gewählt werden können. „Unverzüglich“ ist daher als Hinweis auf ein subjektives Element im Tatbestand und zugleich als Zeitspanne für die Überprüfung der Aufschubmöglichkeit nach Art. 17 IV MAR zu verstehen. Art 17 I UAbs. 1 MAR könnte daher wie folgt verstanden werden: Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, nachdem eine angemessene Zeitspanne zur Prüfung, ob eine Aufschubmöglichkeit der Ad-hoc-Pflicht besteht, abgelaufen ist, bekannt.

### III. Systematik der Norm

#### 1. Art. 17 IV MAR

Es könnte ein Wissenselement aus Art. 17 IV MAR abgeleitet werden. Die Offenlegung von Informationen kann nur bewusst aufgeschoben werden.<sup>138</sup> Wenn also schon das Aufschieben bewusst geschieht, dann weiß der Emittent zwingend in diesem Moment von der Insiderinformation. Deswegen könnte ein Umkehrschluss ergeben, dass die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR ebenfalls ein si-

<sup>135</sup> Im Ergebnis auch *Sajnovits*, WM 2016, 765 (766).

<sup>136</sup> Siehe dazu oben unter C. I. 3.

<sup>137</sup> *ESMA*, Consultation Paper 28.01.2016, 22, Rn. 64 und Rn. 67; Klöhn, AG 2016, 423 (430); *Kumpan* DB 2016, 2039 (2043); *Kumpan*, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR, Rn. 6.

<sup>138</sup> Siehe dazu oben unter C. II. 2.

cheres Wissen von der Insiderinformation voraussetzt. Das geforderte Bewusstsein eines Aufschubes muss aber als Ansporn für Emittenten verstanden werden, Insiderinformationen im Unternehmen zu finden, weil ein Aufschub nur möglich ist, wenn eine Insiderinformation dem Emittenten bekannt ist.<sup>139</sup> Art. 17 IV MAR wird subjektiv verstanden, um das Ziel des Art. 17 I MAR zu fördern. Wenn ein Umkehrschluss dazu führen würde, dass Art. 17 I UAbs. 1 MAR auch zwingend sicheres Wissen voraussetzt, würde aber der Zweck der Ad-hoc-Publizität weniger gefördert werden.<sup>140</sup> Der Zweck des Art. 17 I UAbs. 1 MAR bedingt somit die Auslegung des Art. 17 IV MAR. Ein Umkehrschluss wäre zirkulär und verbietet sich daher.

## 2. Art. 8, 9 MAR

Nach einer Ansicht müsse Art. 17 I UAbs. 1 MAR im Zusammenhang mit Art. 8, 9 MAR gesehen werden.<sup>141</sup> Diese Normen setzen voraus, dass ein Emittent über eine Insiderinformation „verfügt“ bzw. „im Besitz einer solchen Information ist“. Dieser Zusatz sei bei Art. 17 I UAbs. 1 MAR bewusst nicht hinzugefügt worden, was für die objektive Auslegung spräche.<sup>142</sup> Art. 8, 9 MAR erfordern als Tatbestandsvoraussetzung sicheres Wissen von der Information, welche eine Insiderinformation darstellt.<sup>143</sup> Sichere Kenntnis, ob es sich um eine Insiderinformation handelt, ist hingegen keine Voraussetzung.<sup>144</sup> Es genügt, dass der Sekundärinsider des Art. 8 MAR hätte erkennen können (Wissenmüssen), dass es sich bei der fraglichen Information um eine Insiderinformation handelt.<sup>145</sup> Wenn mit der Systematik argumentiert wird, müssen hingegen alle Erwägungen von Art. 8, 9 MAR einbezogen werden. Darum kann sich aus der Systematik höchstens ergeben, dass Art. 17 I UAbs. 1 MAR keine sichere Kenntnis einer Information, welche eine Insiderinformation ist, erfordert. Das schließt hingegen das Wissenmüssen von einer Information nicht aus. Aus systematischen Gründen kann daher nur sichere Kenntnis einer (Insider)Information als einzige Tatbestandsvoraussetzung ausgeschlossen werden. Ein Ausschluss einer Wissenszurechnung, welche auf Wissenmüssen beruht, kann hingegen nicht abgeleitet werden.

## IV. Zusammenfassung

Aus der Wortlautauslegung ergibt sich, dass „unverzüglich“ subjektiv zu verstehen ist. „Unverzüglich“ setzt jedoch nicht sichere Kenntnis, sondern lediglich Wissenmüs-

<sup>139</sup> Siehe dazu oben unter C. II. 2.

<sup>140</sup> Siehe dazu oben unter C. II.

<sup>141</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285 (1287).

<sup>142</sup> *Ibid.*

<sup>143</sup> Vgl. Erwägungsgrund (25) MAR; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Art. 8 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 7; Klöhn, MAR, Art. 8, Rn. 31.

<sup>144</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Art. 8 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 7; Klöhn, MAR, Art. 8, Rn. 31.

<sup>145</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Art. 8 VO (EU) Nr. 596/2014, Rn. 7; Klöhn, MAR, Art. 8, Rn. 31.

sen als Tatbestandsmerkmal voraus.<sup>146</sup> Wissenmüssen wird der sicheren Kenntnis des Emittenten gleichgestellt, sobald es für einen Emittenten nicht objektiv unmöglich war, eine Insiderinformation zu erfahren. Durch die systematische Auslegung kann nur sicheres Wissen als alleiniges Tatbestandsmerkmal ausgeschlossen werden. Weitere Einschränkungen ergeben sich hingegen nicht. Auch durch die teleologische Auslegung kann sichere Kenntnis als alleiniges Tatbestandsmerkmal ausgeschlossen werden. Wenn Art. 17 I UAbs. 1 MAR das Tatbestandsmerkmal Wissenmüssen beinhaltet, und sich dieses auf das mögliche Wissen beschränkt, wird der Zweck der Norm gleichermaßen erreicht wie bei einem objektiven Verständnis. Durch das Privilegierungsargument konnte dargelegt werden, dass ein objektives Verständnis der Unverzüglichkeit im Sinne von „sofort“ zur Folge hat, dass der Zweck des Art. 17 IV MAR nicht erreicht werden kann. Dadurch konnte das subjektive Verständnis von „unverzüglich“ aus der Wortlautauslegung bestätigt werden.<sup>147</sup> Darum wird festgestellt, dass Art. 17 I UAbs. 1 MAR Wissenmüssen als Tatbestandsmerkmal beinhaltet. Sicheres Wissen ist hingegen keine zwingende, jedoch hinreichende Bedingung.<sup>148</sup> Zusammengefasst ist Art. 17 I UAbs. 1 MAR wie folgt zu lesen: Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, nachdem eine angemessene Zeitspanne zur Prüfung, ob eine Aufschubmöglichkeit der Ad-hoc-Pflicht besteht, abgelaufen ist (unverzüglich), bekannt. Die Zeitspanne beginnt spätestens zu laufen, wenn ein Vergleichsemittent von der ad-hoc-pflichtigen Information erfahren hätte, frühestens aber, wenn ein Emittent sie kennt. Art. 17 I UAbs. 1 MAR ist somit eine Wissensnorm.

#### D. Anforderung an Wissen von Organen und evtl. Mitarbeitern

Weil Art. 17 MAR eine Wissensnorm ist, sind die „Weichen“ für eine Wissenszurechnung gestellt. Wie aber erfolgt konkret die Wissenszurechnung? Zum Teil wird ein Rückgriff auf deutsche Grundsätze gefordert. Dafür spreche, dass Zurechnungsfragen nicht von der MAR geregelt seien.<sup>149</sup> Auch wird nur für einen vorsichtigen Rückgriff der deutschen Grundsätze plädiert, wenn sich diese „wertungsgerecht und systemstimmig“ in den Normzweck von Art. 17 MAR einfügen lassen.<sup>150</sup> Gegen die Übernahme wird die vollharmonisierende Wirkung des Art. 17 MAR eingewendet.<sup>151</sup> Durch den Rückgriff auf nationale Grundsätze könnte eine Über- oder eine Unter-

<sup>146</sup> Dem folgend: *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 30; *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (390 f.).

<sup>147</sup> „Unverzüglich“ subjektiv verstehend: *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 478; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 30; *Kumpfan*, in: Baumbach/Hopt, HGB, Art. 17 MAR, Rn. 6; *Sajnovits*, WM 2016, 765 (765 f.); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 419; *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 80 f.; *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 256 f.; *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 15, Rn. 110.

<sup>148</sup> Im Ergebnis auch *Sajnovits*, WM 2016, 765 (766).

<sup>149</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), § 10, Rn. 17; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421 (1425 f.).

<sup>150</sup> *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (390).

<sup>151</sup> *Klöhn*, NZG 2017, 1285 (1288); *Koch*, in: Hüffer/Koch, § 78, Rn. 31.

schreitung der Ad-hoc-Publizität hervorgerufen werden.<sup>152</sup> Außerdem erfolge eine Wissenszurechnung wie in Deutschland in anderen EU-Staaten nicht.<sup>153</sup> Die Übernahme deutscher Grundsätze ist in privatschadensrechtlichen Bereichen (§§ 97 f. WpHG) ausschließlich bei der Frage nach dem Verschulden angebracht, weil diese auf autonomen Entscheidungen der einzelnen Mitgliedsstaaten der EU beruhen.<sup>154</sup> In diesem Bereich hat der EuGH die Regelungsautonomie respektiert.<sup>155</sup> Die Zurechnungsfragen von §§ 97 f. WpHG müssen deswegen isoliert von Art. 17 MAR betrachtet werden, sodass ein Rückschluss von §§ 97 f. WpHG nicht auf Art. 17 MAR gezogen werden kann. Darum wird im Folgenden untersucht, ob sich aus der Norm selbst Anforderungen für eine Wissenszurechnung von Organen und Mitarbeitern an den Emittenten ergeben.

## I. Anknüpfungspunkt – Emittent

Zuvor wurde festgestellt, dass der Emittent Insiderinformationen nicht sicher wissen muss, sondern dass auch ein Wissenmüssen genügt. Es wurde immer davon gesprochen, dass der Emittent etwas weiß oder wissen müsste. Dabei ist nicht hinterfragt worden, wer oder was überhaupt der Emittent ist. Emittent meint nach Art. 3 I Nr. 21 MAR eine juristische Person. Eine juristische Person ist dabei auf ein Zurechnungssubjekt angewiesen.<sup>156</sup> Zurechnungssubjekt meint dabei diejenige Person, die einer anderen Person oder arbeitsteiligen Organisation Wissen vermittelt.<sup>157</sup> Wissen wurde zuvor als Bewusstseinszustand definiert.<sup>158</sup> Noch<sup>159</sup> sind nur Menschen in der Lage, ein Bewusstsein zu bilden und somit ist die juristische Person auf einen Menschen als Zurechnungssubjekt angewiesen. Im Umkehrschluss muss mindestens eine natürliche Person das Wissen von der Insiderinformation haben bzw. müsste es haben, damit es dem Emittenten zugerechnet werden kann. Aus dem Wortlaut ergibt sich nicht, wer als Zurechnungssubjekt in Frage kommt.

## II. Anknüpfungspunkt – Bekanntgabe

Der Emittent muss nach Art. 17 I UAbs. 1 MAR die Insiderinformation bekanntgeben. Der Emittent kann als juristische Person nicht selbst, sondern nur durch Menschen agieren. Damit etwas bekannt gegeben werden kann, muss zwingend der Bekanntgebende oder der Verantwortliche der Bekanntgabe etwas wissen. Aus dem

<sup>152</sup> Klöhn, NZG 2017, 1285 (1288).

<sup>153</sup> Siehe dazu oben unter B. IV.

<sup>154</sup> Siehe dazu oben unter C. I. 2. c); Vgl. Thomale, Der gespaltene Emittent, 4.

<sup>155</sup> EuGH, RS. C-384/02, Grøngaard und Bang, Slg. 2005, I – 9961, Rn. 44.

<sup>156</sup> Buck, Wissen und juristische Person, 25; Sajnovits, WM 2016, 765 (766).

<sup>157</sup> Buck, Wissen und juristische Person, 114 ff; Sajnovits, WM 2016, 765 (767); Jung, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 28; BGHZ 109 327 (332).

<sup>158</sup> Siehe dazu oben unter B. I.

<sup>159</sup> Stichwort künstliche Intelligenz als zukünftige Denker in Unternehmen. Dazu einen Ausblick gebend Penzel, Die Bank (Nr. 9, 2018), 46 ff.; Teubner, AcP 218 (2018), 155 (174 ff.).

Umkehrschluss ergibt sich, dass das Wissen derjenigen Personen, die für die Bekanntgabe verantwortlich ist, auch das sichere Wissen des Emittenten ist. Mit anderen Worten ausgedrückt: Der Emittent weiß sicher, was auch die für die Veröffentlichung verantwortliche Person weiß.<sup>160</sup> Diese Person bildet für die juristische Person das Zurechnungssubjekt für sicheres Wissen. Es kommt daher grundsätzlich nicht auf die Stellung als Mitarbeiter oder Organwahrer/Organ in der juristischen Person an, sondern lediglich auf die Funktion innerhalb in der juristischen Person.<sup>161</sup> Wenn eine Abteilung geschaffen wird, welche für Ad-hoc-Mitteilungen zuständig ist und bspw. ein Vorstandsmitglied diesem als Sonderbeauftragter vorsteht, ist er direktes Zurechnungssubjekt für den Emittenten.<sup>162</sup> Daraus ergibt sich, wann der Emittent sicheres Wissen hat. Die brisantere Frage lautet, wann der Emittent, also die für die Veröffentlichung verantwortliche Person, von einer Insiderinformation hätte wissen müssen. Sie muss alles wissen, was nicht unmöglich zu wissen ist. Das legt nahe, dass das Wissen von anderen Mitarbeitern oder Organen an die für die Veröffentlichung verantwortliche Person weitergetragen werden muss. Dies beweist ebenfalls der Aufbau einer Insiderinformation. Insiderinformationen im Sinne des Art. 17 MAR meint Insiderinformationen gem. Art. 7 I lit. a MAR.<sup>163</sup> Insiderinformationen sind demnach alle nicht öffentlichen bekannten präzisen Informationen [...]. Der Wortlaut des Art. 7 I lit. a) MAR, welcher im Plural von präzisen Informationen spricht, zeigt, dass es auf eine Informationslage ankommt, die aus mehreren Informationen bestehen kann.<sup>164</sup> Somit muss zwischen einer „fertigen“ Insiderinformation und einer, die erst noch zusammengesetzt/zusammengetragen werden muss, unterschieden werden. Nur weil mehrere Mitarbeiter einzelne Informationen besitzen, welche zusammengesetzt eine Insiderinformation ergeben, kann dies nicht heißen, dass dem Emittenten diese Insiderinformation schon als bekannt zugerechnet werden kann. Die Einzelinformationen müssen erst zusammengesetzt und ausgewertet werden, damit sicheres Wissen bei einer Person entstehen kann.<sup>165</sup> Wie die Weiterleitung, Zusammensetzung oder Auswertung der Informationen geschieht, ist dem Emittenten überlassen. Dass sie stattfinden muss, ergibt sich wiederum aus dem strengen Pflichtenprogramm, das aus Art. 17 I UAbs. 1 MAR abgeleitet wurde. Eine Weiterleitung und Auswertung von Informationen ist grundsätzlich nicht unmöglich. Wenn die Weiterleitung und oder Auswertung nicht geschieht, handelt der Emittent pflichtwidrig. Aus Art. 7 MAR ergibt sich somit, dass Wissen aller Mitarbeiter und Organen dem Emittenten zugerechnet wird, sobald eine ordnungsgemäße Wissensweiterleitung oder Auswertung nicht stattgefunden hat oder eine Auswertung fehlerhaft vorgenommen wurde.<sup>166</sup> Das hat zur

<sup>160</sup> Anders *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 28: Der Emittent weiß nur das sicher, was der gesamte Vorstand weiß.

<sup>161</sup> Ähnlich *Ibid.*, 31: Zurechnung von Mitarbeiterwissen im Falle eines „faktischen Wissensorgans“.

<sup>162</sup> Vgl. *Ibid.*, 31 f.

<sup>163</sup> *Kumpan*, DB (2016), 2039 (2040); *Racky/Fehn-Claus*, in: Szesny/Kuthe, Ad-hoc-Publizität gem. Art. 17 MAR, Rn. 48; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 17, Rn. 21; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 475.

<sup>164</sup> *Kumpan*, DB (2016), 2039 (2041).

<sup>165</sup> *Buck*, Wissen und juristische Person, 26; *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (393).

<sup>166</sup> Anders *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 31: Zurechnung von Mitarbeiterwissen nur im Falle eines „faktischen Wissensorgans“.

Folge, dass der Emittent nicht automatisch eine Insiderinformation kennt, nur weil ein Vorstandsmitglied diese kennt. Dies wäre nur so, wenn das Vorstandsmitglied auch die für die Veröffentlichung verantwortliche Person ist. Dies zeigt auch ein Vergleich mit Art. 19 I lit. a) MAR. Danach muss eine Person, welche Führungsaufgaben wahrnimmt (z.B. Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder) dem Emittenten Eigengeschäfte melden.<sup>167</sup> Wenn jedoch das Wissen eines Vorstandsmitglied automatisch auch Wissen des Emittenten ist, wäre die Meldepflicht überflüssig.<sup>168</sup> Wissen muss also intern an das für die Entscheidung zuständige Organ weitergeleitet werden.<sup>169</sup> Somit wird das Wissen eines jeden Mitarbeiters oder Organwalters dem Emittenten zugerechnet, wenn eine Weiterleitung der Informationen nicht geschehen ist. Das hohe Pflichtenprogramm begründet aber noch mehr: Die objektive Auslegung hätte dazu geführt, dass jede Insiderinformation hätte veröffentlicht werden müssen, selbst wenn einzelne Mitarbeiter oder Organwalter von dieser nichts wissen. Die Veröffentlichungspflicht wurde vorliegend auf das nicht Unmögliche begrenzt. Das hat zur Folge, dass sogar das Wissenmüssen einzelner Mitarbeiter bzw. Organwalter dem Emittenten zugerechnet wird, wenn es für die Angestellten nicht unmöglich war, diese Informationen in Erfahrung zu bringen.

### III. Unmögliches Wissen

Eine Wissenszurechnung scheidet aus, wenn es für den Emittenten unmöglich ist, eine Insiderinformation zu erfahren. Die Unmöglichkeit wird im Folgenden in die tatsächliche und rechtliche Unmöglichkeit unterteilt.<sup>170</sup>

#### 1. Tatsächliche Unmöglichkeit

In einem zuvor geschilderten Fall konnte der Emittent keinen Einfluss auf das Erkennen der Insiderinformation nehmen.<sup>171</sup> Somit liegt Unmöglichkeit vor, wenn Umstände vorliegen, die außerhalb der Eingriffsmöglichkeit des Emittenten liegen. Was von Emittenten alles verlangt werden kann, zeigt erneut ein Vergleich mit dem objektiven Verständnis der Norm: Danach wäre der Emittent zur Veröffentlichung jeder Insiderinformation verpflichtet. Die einzige Möglichkeit, um Insiderinformationen zu veröffentlichen, wäre die Einrichtung eines allumfassenden Informationsweiterleitungs-, Abfrage-, Speicherungs- und Auswertungsapparates. Das ist das maximal Mögliche, was ein Emittent tun kann, um Informationen zu erfahren.<sup>172</sup> Wenn er einen solchen Apparat einrichtet und Informationen dennoch nicht weitergeleitet werden, kann er die Insiderinformationen nicht veröffentlichen. Der Zweck des Art.

<sup>167</sup> *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 544.

<sup>168</sup> *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 30.

<sup>169</sup> Auch so *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, 70, IV.6.3.; Vgl. auch *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 15, Rn. 120.

<sup>170</sup> So auch *Thomale*, AG 2015, 641 (650).

<sup>171</sup> Siehe dazu oben unter C. I. 2. b).

<sup>172</sup> Vgl. *Ibrig*, ZHR 181 (2017), 381 (409); *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215 (2216).



17 MAR wird demnach durch die objektive Auslegung nicht eher erreicht. Die Einrichtung einer allumfassenden Weiterleitungsstruktur (Abfrage, Speicherung und Weiterleitung von Informationen) und auch Schulungen von Mitarbeitern, liegt innerhalb des Machtbereiches des Emittenten.<sup>173</sup> Weil die Einrichtung nicht unmöglich ist, kann sie von ihm verlangt werden. Es kann dann eine Weiterleitung der Information erwartet werden, wenn ein geschulter Mitarbeiter in der Lage ist oder sein müsste „wichtige“ von „unwichtigen“ Informationen zu unterscheiden und dann zur nächsten Ebene weiterzuleiten. Je höher dabei die Position eines Mitarbeiters in einem Unternehmen ist, desto eher kann von ihm verlangt werden, dass er eine Insiderinformation oder einen Teil davon erkennt und somit weiterleitet. Der Emittent darf sich dabei nicht auf die „Erkennungsunfähigkeit“ der Mitarbeiter generell berufen. Nur wenn ein umfassendes Weiterleitungssystem etabliert wurde und auch ein geschulter durchschnittlicher Mitarbeiter die Wichtigkeit und so die Weiterleitungsbedürftigkeit einer Information nicht erkennen konnte, liegt Unmöglichkeit vor.<sup>174</sup>

## 2. Rechtliche Unmöglichkeit

Einschränkungen für die Wissenszurechnung können sich nur aus gesetzlichen Schranken und oder Schutzgütern ergeben, welche im Vergleich zur Publizitätspflicht vorrangig zu behandeln sind.<sup>175</sup> Dabei muss beachtet werden, dass Art. 17 MAR als europäisches Sekundärrecht bei einem direkten oder indirekten Kollisionsfall mit nationalen Recht entweder Anwendungsvorrang genießt<sup>176</sup> oder die kollidierenden Normen unionrechtskonform auszulegen sind.<sup>177</sup> Bspw. haben Aufsichtsräte in Deutschland häufig Mitglieder, die hauptberuflich in anderen Unternehmen arbeiten (multiple Organmitgliedschaft).<sup>178</sup> Nun verpflichtet die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht nach § 116 S. 1 i.V.m. § 93 I S. 3 AktG sowie § 116 S. 2 AktG Aufsichtsratsmitglieder vertrauliche Angaben und Geheimnisse, die ihnen innerhalb ihrer Organzuständigkeit bekanntgeworden sind, geheim zu halten.<sup>179</sup> Nach dem, was zuvor ausgearbeitet wurde, wird aber das Wissen aller Mitarbeiter dem Emittenten zugerechnet, wenn eine Wissensweitergabe nicht unmöglich war. Fraglich ist jedoch, ob dies für Wissen gilt, welches in einem anderen Unternehmen im Rahmen einer multiplen Organmitgliedschaft erworben wurde und dieses Wissen zugleich eine Insiderinformation darstellt, welche den anderen Emittenten unmittelbar betrifft.<sup>180</sup> Die Verschwiegenheitspflicht bildet für die Wissenszurechnung im deutschen Recht eine

<sup>173</sup> Vgl. *Ibid.*, 381 (392).

<sup>174</sup> Vgl. *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 306 f.; im Ergebnis auch *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (392 f. und 409 f.).

<sup>175</sup> Auch *Ihrig*, ZHR 181 (2017), 381 (396), bezogen auf Wissen von Vorstandsmitgliedern.

<sup>176</sup> *Ruffert*, in: *Callies/Ruffert AEUV*, Art. 1, Rn. 19 ff.

<sup>177</sup> *Ibid.*; *Rüthers/Fischer/Birk*, Rechtstheorie, Rn. 767 f.

<sup>178</sup> *Bank*, NZG 2013, 801.

<sup>179</sup> *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357 (372).

<sup>180</sup> Dies könnte ein Beispiel für eine zufällige Insiderinformation sein. Siehe dazu oben unter C. II. 3.

Grenze.<sup>181</sup> Diese kann nur durchbrochen werden, wenn eine gesetzliche Auskunftspflicht besteht.<sup>182</sup> Nun könnte in Art. 17 MAR eine gesetzliche Auskunftspflicht gesehen werden. Gegen die Durchbrechung der Grenze wird angeführt, dass es den Aufsichtsratsmitgliedern nicht zuzumuten sei, sich nach § 404 AktG strafbar zu machen.<sup>183</sup> Bei der Argumentation wird nicht beachtet, dass eine gesetzliche Auskunftspflicht entweder den Tatbestand des § 404 AktG entfallen lässt, weil die Weitergabe der Information dann nicht „unbefugt“ geschieht oder einen Rechtfertigungsgrund bildet.<sup>184</sup> Es ist nicht ersichtlich (effet utile!), dass Art. 17 I MAR der aktienrechtlichen Verschwiegenheitspflicht Vorrang einräumt.<sup>185</sup> Deswegen müssen § 116 S. 1 i.V.m. § 93 I S. 3 AktG und § 116 S. 2 AktG entweder unionsrechtskonform ausgelegt werden, sodass sie keine Schranke für die Wissenszurechnung darstellen oder Art. 17 I UABs. 1 MAR genießt Anwendungsvorrang. Somit bildet die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht grundsätzlich keine Grenze, für Art. 17 MAR.<sup>186</sup> Anhand dieses Beispiels konnte gezeigt werden, dass gesetzliche Schranken für die Wissenszurechnung nur Normen bilden, welche im Kollisionsfall Vorrang gegenüber der Ad-hoc-Publizität genießen.

#### IV. Auswertung

Die Auslegung ergibt, dass auf die deutschen Grundsätze der Wissenszurechnung nicht zurückgegriffen werden braucht, weil sich aus Art. 17 MAR eigene Grundsätze ableiten lassen.<sup>187</sup> Es kann das Wissen(müssen) aller Mitarbeiter des Emittenten dem Emittenten zugerechnet werden. Dieses Ergebnis steht in Einklang mit anderen europäischen Rechtsordnungen, in welchen eine juristische Person durch sämtliche Mitarbeiter jeglicher Hierarchiestufe handelt.<sup>188</sup> Die Wissenszurechnung findet statt, sobald eine Weiterleitung der Insider- oder Einzelinformationen zu der zuständigen Abteilung möglich war, aber nicht erfolgte. Die Möglichkeit der Wissensweiterleitung ist dabei in nur wenigen Situationen ausgeschlossen. Auch wenn nachgewiesen wurde, dass Art. 17 MAR ein subjektives Element als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal beinhaltet, ist dieses nur schwach ausgeprägt, weil der Zweck der Norm sonst eher durch die objektive Auslegung erreicht wird.<sup>189</sup> Das Pflichtenprogramm eines Emittenten, eine Insiderinformation zu ermitteln bzw. zu erkennen, ist extrem hoch. Deswegen muss die Grundannahme sein, dass der Emittent jede Insiderinformation, die

<sup>181</sup> Lutter, ZHR 145 (1981), 224 (241 ff.); Buck, Wissen und juristische Person, 464 ff.; Buck-Heeb, AG 2015, 801 (811); Verse, AG 2015, 413 (417); Thomale, AG 2015, 641 (650); Schürnbrand, ZHR 181 (2017), 357 (373).

<sup>182</sup> Buck-Heeb, AG 2015, 801 (811).

<sup>183</sup> Ibrüg, ZHR 181 (2017), 381 (399).

<sup>184</sup> Oetker, in: Schmidt, K/Lutter, § 404 AktG, Rn. 10 und Rn. 13; Altenhain, in: Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich (Hrsg.), KK-AktG, § 404, Rn. 33.

<sup>185</sup> Wohl anders Habersack zitiert von Weber, ZHR 181 (2017), 416 (421).

<sup>186</sup> Dies gilt freilich nur für Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen.

<sup>187</sup> Im Ergebnis auch Sajnovits, WM 2016, 765 (768).

<sup>188</sup> Wagner, ZHR 181 (2017), 203 (270); Siehe dazu oben unter B. IV.

<sup>189</sup> Siehe dazu oben unter C. II.

ihn betrifft, kennen muss. Erst im Nachhinein muss gefragt werden, ob der Emittent unter keinen Umständen in der Lage war, diese Insiderinformation zu erfahren oder ob der Zeitraum zur Auswertung von der Information noch gar nicht abgelaufen ist. Hilfreich ist, dass nicht ermittelt werden muss, ob ein Mitarbeiter tatsächlich Wissen von einer Information hatte, welches dann dem Emittenten zugerechnet werden würde. Eine Zurechnung erfolgt auch dann, wenn unter normalen Umständen angenommen werden kann, dass eine Person von der Information Kenntnis gehabt hätte, weil auch das Wissenmüssen von Angestellten dem Emittenten zugerechnet wird.

## **E. Endergebnis und Thesen der Arbeit**

### **I. Art. 17 MAR als Norm der Wissenszurechnung**

Die Ausarbeitung zeigt, dass Art. 17 MAR, entgegen der Überzeugung einiger Rechtswissenschaftler, eine Wissensnorm darstellt, aus welcher sich sogar konkrete Wissenszurechnungsregeln ableiten lassen. Dabei zeigen sich durchaus Parallelen zu deutschen Zurechnungsregeln (Wissensorganisations-pflichten). Die herausgearbeiteten Regeln der Wissenszurechnung sind jedoch strenger als die deutschen Grundsätze.

### **II. Thesen der Arbeit**

- a) Art. 17 I UAbs. 1 MAR enthält ein Wissensselement (sicheres Wissen bzw. Wissenmüssen), sodass die Norm insgesamt als Wissensnorm eingestuft werden muss.
- b) Das Wissenmüssen wird dabei aus „unverzüglich“ (Art. 17 I UAbs.1 MAR) und aus dem Zweck des Art. 17 IV MAR gewonnen.
- c) Die Voraussetzungen für das Wissenmüssen sind sehr schwach ausgeprägt, sodass eine starke Annäherung an ein objektives Verständnis der Norm erreicht wird.
- d) Die allgemeinen deutschen Wissenszurechnungsregeln sind auf Art. 17 I UAbs. 1 MAR nicht anwendbar, weil sich aus der Norm eigene Voraussetzungen für eine Wissenszurechnung ableiten lassen.
- e) Sicheres Wissen hat der Emittent von einer Insiderinformation, sobald die für die Veröffentlichung verantwortliche Person von einer Insiderinformation erfährt.
- f) Das Wissen von Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern ist nicht mit dem des Emittenten gleichzusetzen.
- g) Wissen und Wissenmüssen aller Mitarbeiter sind dem Emittenten zuzurechnen, sobald eine Wissensweiterleitung nicht unmöglich war und nicht erfolgte.

- h) Für die Unmöglichkeit kommen nur tatsächliche und gesetzliche Schranken in Betracht, welche gegenüber Art. 17 I UABs. 1 MAR Vorrang genießen.

## SCHRIFTTUM

- Adomeit*, Klaus, Latein für Jurastudenten, Berlin 1997.
- */Hähnchen*, Susanne, Rechtstheorie mit juristischer Methodenlehre, 7. Auflage, Heidelberg 2018.
- Assmann*, Heinz-Dieter/*Schneider*, Uwe H./*Müllbert*, Peter O. (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, Kommentar, 7. Auflage, Köln 2019.
- BaFin*, Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2013, 4. Auflage, erhältlich im Internet: <[https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html)> (besucht am 28.11.2018).
- Bank*, Stephan, Die Verschwiegenheitspflicht von Organmitgliedern in Fällen multipler Organmitgliedschaften, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2013, 801-806.
- Bartmann*, Niklas, Ad-hoc-Publizität im Konzern, Berlin 2017.
- Behn*, Lars, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, Informationszugang des Emittenten im faktischen Aktienkonzern, Baden-Baden 2012.
- Bieber*, Roland/*Epiney*, Astrid/*Haag*, Marcel/*Kotzur*, Markus, Die Europäische Union, Europarecht und Politik, 13. Auflage, Baden-Baden 2019.
- Bodenhöfer-Alte*, Katja, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, Legalausnahme oder bewusste Befreiungsentscheidung des Emittenten?, Frankfurt am Main 2016.
- Bork*, Reinhard, Zurechnung im Konzern, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1994, 237-265.
- Bott*, Kristofer, Wissenszurechnung bei Organisationen, Frankfurt am Main 2000.
- Buck*, Petra, Wissen und juristische Person, Wissenszurechnung und Herausbildung zivilrechtlicher Organisationspflichten, Tübingen, 2001.
- Buck-Heeb*, Petra, Private Kenntnis in Banken und Unternehmen – Haftungsvermeidung durch Einhaltung von Organisationspflichten, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2008, S. 281-285.
- Informationsorganisation im Kapitalmarktrecht – Compliance zwischen Informationsmanagement und Wissensorganisationspflichten, Corporate Compliance Zeitschrift 2009, 18-25.
- Wissenszurechnung, Informationsorganisation und Ad-hoc-Mitteilungspflicht bei Kenntnis eines Aufsichtsratsmitglieds, Die Aktiengesellschaft 2015, S. 801-812.
- Neuere Rechtsprechung zur Haftung wegen fehlerhafter oder fehlender Kapitalmarktinformation, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, 1125-1133.
- Kapitalmarktrecht, 8. Auflage, Heidelberg, 2017.
- Kapitalmarktrecht, 9. Auflage, Heidelberg, 2018.

- Calliess, Christian/Ruffert, Matthias* (Hrsg.), EUV/AEUV, Das Verfassungsrecht der europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta, 5. Auflage, Nördlingen 2016.
- Drexl, Josef*, Wissenszurechnung im Konzern, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 161 (1997), 491-521.
- Drinhausen, Florian/Eckstein, Hans-Martin* (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG, Gesellschaftsrecht – Steuerrecht – Börsengang, 3. Auflage, München 2018.
- ESMA*, Consultation Paper, 15. Juli 2014, erhältlich im Internet: <<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-paper-draft-technical-standards-market-abuse-regulation-mar>> (besucht am 28.11.2018).
- Consultation Paper, 28.01.2016, erhältlich im Internet: <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-162.pdf>> (besucht am 28.11.2018).
- Fuchs, Andreas* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, München 2009.
- Grigoleit, Christoph*, Zivilrechtliche Grundlagen der Wissenszurechnung, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 181 (2017), 160-202.
- Habersack, Mathias*, Aktienkonzernrecht – Bestandsaufnahme und Perspektiven, Die Aktiengesellschaft 2016, 691-697.
- Hauschka, Christoph E./Moosmayer, Klaus/Lösler, Thomas* (Hrsg.), Corporate Compliance, Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen, 3. Auflage, München 2016.
- Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M.J.* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, Köln/Berlin/München 2007.
- Hommelhoff, Peter*, Aufwüchse in der externen Corporate Governance – eine Skizze, Die Aktiengesellschaft 2016, 684-691.
- Hüffer, Uwe/Koch, Jens*, Aktiengesetz, Beck'sche Kurzkommentare, Band 53, 13. Auflage, München 2018.
- Ihrig, Hans-Christoph*, Wissenszurechnung im Kapitalmarktrecht – untersucht anhand der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 181 (2017), 381-416.
- Jung, Shindong*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, Mit rechtsvergleichenden Hinweisen zum koreanischen Recht, Baden-Baden 2017.
- Klöhn, Lars*, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität wegen überwiegender Geheimhaltungsinteressen des Emittenten (§ 15 Abs. 3 WpHG), Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 178 (2014), 55-97.
- Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, Die Aktiengesellschaft 2016, 423-434.
- Die (Ir-)Relevanz der Wissenszurechnung im neuen Recht der ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2017, 1285-1292.

- (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, 2018, abrufbar im Internet: <[https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata%2Fkomm%2FKIKoMAR\\_1%2Fcont%2FKIKoMAR%2Ehtm](https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata%2Fkomm%2FKIKoMAR_1%2Fcont%2FKIKoMAR%2Ehtm)> (besucht am 20.11.2018).
- Koch*, Jens, Wissenszurechnung aus dem Aufsichtsrat, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2015, 1757-1767.
- Kumpan*, Christoph, Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung, DB 2016, 2039-2046.
- Langenbacher*, Katja, Aktien- und Kapitalmarktrecht, Ein Studienbuch, 4. Auflage, München 2018.
- Leyendecker-Langner*, Benjamin E./*Kleinhenz*, Holger M., Emittentenhaftung für Insiderwissen im Aufsichtsrat bei fehlender Selbstbefreiung nach § 15 III WpHG, Die Aktiengesellschaft 2015, 72-77.
- Lutter*, Marcus, Bankenvertreter im Aufsichtsrat, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 145 (1981), 224-251.
- Marsch-Barner*, Reinhard/*Schäfer*, Frank A. (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, Aktien und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2014.
- Meyer*, Andreas/*Rönnau*, Thomas/*Veil*, Rüdiger (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, München 2018.
- Naumann*, Klaus-Peter/*Siegel*, Daniel P., Wissensorganisation, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 181 (2017), 273-302.
- Nietsch*, Michael, Emittentenwissen, Wissenszurechnung und Ad-hoc-Publizitätspflicht, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2018, 1421-1429.
- Palandt*, Otto, Bürgerliches Gesetzbuch, 78. Auflage, München 2019.
- Penzel*, Hans-Gert, Ein Drei-Ebenen-Modell für den zielgerichteten Einsatz von KI, Die Bank (Nr. 9 2018), 46-50
- Poelzig*, Dörte, Kapitalmarktrecht, München 2018.
- Renner*, Cornelius, Die deliktische Haftung für Hilfspersonen in Europa, Berlin 2002.
- Rüthers*, Bernd/*Fischer*, Christian/*Birk*, Axel, Rechtstheorie, mit juristischer Methodenlehre, 10. Auflage, München 2018.
- Säcker*, Franz J./*Rixecker*, Roland/*Oetker*, Hartmut/*Limperg*, Bettina (Hrsg.), Münchener Kommentar zum BGB, Band 1: §§ 1-240 BGB, AllgPersönlR, ProstG, AGG, 8. Auflage, München 2018.
- Sajnovits*, Alexander, Ad-hoc-Publizität und Wissenszurechnung, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2016, 765-774.
- Schilken*, Eberhard, Wissenszurechnung im Zivilrecht, Eine Untersuchung zum Anwendungsbereich des § 166 BGB innerhalb und außerhalb der Stellvertretung, Bielefeld 1983.
- Schmidt*, Karsten/*Lutter*, Marcus (Hrsg.), Aktiengesetz, 3. Auflage, Köln 2015.

- Schürmbrand*, Jan, Wissenszurechnung im Konzern, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 181 (2017), 357-380.
- Schwintowski*, Hans-Peter, Die Zurechnung des Wissens von Mitgliedern des Aufsichtsrats in einem oder mehreren Unternehmen, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2015, 617-623.
- Spindler*, Gerald, Wissenszurechnung in der GmbH, der AG und im Konzern, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 181 (2017), 311-356.
- */Speier*, Torben, Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern, Betriebs-Berater 2005, 2031-2035.
- Steinrück*, Phillipp, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, Tübingen 2018.
- Streinz*, Rudolf, Europarecht, 10. Auflage, Heidelberg 2016.
- Szesny*, André-M./*Kuthe*, Thorsten (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2. Auflage, Heidelberg 2018.
- Teubner*, Gunther, Digitale Rechtssubjekte?, Archiv für die civilistische Praxis, 218 (2018), 155-205.
- Thelen*, Martin, Pflicht des Emittenten zur Ad-hoc-Mitteilung potentieller Gesetzesverstöße, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 182 (2018), 62-95.
- Thomale*, Chris, Wissenszurechnung im Gesellschaftsstrafrecht – deutsche Unternehmen vor französischen Strafgerichten, Die Aktiengesellschaft 2015, 641-652.
- Kapitalmarktinformationshaftung ohne Vorstandswissen, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2018, 1007-1013.
- Der gespaltene Emittent, Ad-hoc-Publizität, Schadensersatz und Wissenszurechnung, Tübingen 2018.
- Tollkühn*, Oliver, Die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, 2215-2220.
- Veil*, Rüdiger/*Koch*, Philip, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2011, 2297-2306.
- Verse*, Dirk A., Doppelmandate und Wissenszurechnung im Konzern, Die Aktiengesellschaft 2015, 413-420.
- Wagner*, Gerhard, Wissenszurechnung: Rechtsvergleichende und rechtsökonomische Grundlagen, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 181 (2017), 203-272.
- Weber*, Christoph Andreas, Diskussionsbericht zu den Referaten von Gerald Spindler und Hans-Christoph Ihrig, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 181 (2017), 416-427.
- Westerhoff*, Ralph, Organ und (gesetzlicher Vertreter), Eine vergleichende Darstellung anhand der Wissens-, Besitz- und Haftungszurechnung, München 1993.



- Wicke*, Hartmut, *Respondeat Superior, Haftung für Verrichtungsgehilfen im römischen, römisch-holländischen, englischen und südafrikanischen Recht*, Berlin 2000.
- Ziemons*, Hildegard, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2004, 537-543.
- Zöllner*, Wolfgang/ *Noack*, Ulrich (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 7: §§ 329-420 AktG, §§ 1-46 EGAktG, 3. Auflage, Köln 2016.

## **Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht**

(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem  
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)  
ISSN 1868-1778 (elektr.)

### **Bislang erschienene Hefte**

- Heft 100 Ernst-Joachim Mestmäcker, Die Wirtschaftsverfassung der EU im globalen Systemwettbewerb, März 2011, ISBN 978-3-86829-346-3
- Heft 101 Daniel Scharf, Das Komitologieverfahren nach dem Vertrag von Lissabon – Neuerungen und Auswirkungen auf die Gemeinsame Handelspolitik, Dezember 2010, ISBN 978-3-86829-308-1
- Heft 102 Matthias Böttcher, „Clearstream“ – Die Fortschreibung der Essential Facilities-Doktrin im Europäischen Wettbewerbsrecht, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-318-0
- Heft 103 Dana Ruddigkeit, Die kartellrechtliche Beurteilung der Kopplungsgeschäfte von *eBay* und *PayPal*, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-316-6
- Heft 104 Christian Tietje, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenen-system des Rechts, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-320-3
- Heft 105 Jürgen Bering/Tillmann Rudolf Braun/Ralph Alexander Lorz/Stephan W. Schill/Christian J. Tams/Christian Tietje, General Public International Law and International Investment Law – A Research Sketch on Selected Issues –, März 2011, ISBN 978-3-86829-324-1
- Heft 106 Christoph Benedict/Patrick Fiedler/Richard Happ/Stephan Hobe/Robert Hunter/Lutz Kniprath/Ulrich Klemm/Sabine Konrad/Patricia Nacimiento/Hartmut Paulsen/Markus Perkams/Marie Louise Seelig/Anke Sessler, The Determination of the Nationality of Investors under Investment Protection Treaties, März 2011, ISBN 978-3-86829-341-8
- Heft 107 Christian Tietje, Global Information Law – Some Systemic Thoughts, April 2011, ISBN 978-3-86829-354-8
- Heft 108 Claudia Koch, Incentives to Innovate in the Conflicting Area between EU Competition Law and Intellectual Property Protection – Investigation on the Microsoft Case, April 2011, ISBN 978-3-86829-356-2
- Heft 109 Christian Tietje, Architektur der Weltfinanzordnung, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-358-6
- Heft 110 Kai Hennig, Der Schutz geistiger Eigentumsrechte durch internationales Investitionsschutzrecht, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-362-3
- Heft 111 Dana Ruddigkeit, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-369-2

- Heft 112 Beatriz Huarte Melgar/Karsten Nowrot/Wang Yuan, The 2011 Update of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Balanced Outcome or an Opportunity Missed?, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-380-7
- Heft 113 Matthias Müller, Die Besteuerung von Stiftungen im nationalen und grenzüberschreitenden Sachverhalt, Juli 2011, ISBN 978-3-86829-385-2
- Heft 114 Martina Franke, WTO, China – Raw Materials: Ein Beitrag zu fairem Rohstoffhandel?, November 2011, ISBN 978-3-86829-419-4
- Heft 115 Tilman Michael Dralle, Der Fair and Equitable Treatment-Standard im Investitionsschutzrecht am Beispiel des Schiedsspruchs *Glamis Gold v. United States*, Dezember 2011, ISBN 978-3-86829-433-0
- Heft 116 Steffen Herz, Emissionshandel im Luftverkehr: Zwischen EuGH-Entscheidung und völkerrechtlichen Gegenmaßnahmen?, Januar 2012, ISBN 978-3-86829-447-7
- Heft 117 Maria Joswig, Die Geschichte der Kapitalverkehrskontrollen im IWF-Übereinkommen, Februar 2012, ISBN 978-3-86829-451-4
- Heft 118 Christian Pitschas/Hannes Schloemann, WTO Compatibility of the EU Seal Regime: Why Public Morality is Enough (but May not Be Necessary) – The WTO Dispute Settlement Case “European Communities – Measures Prohibiting the Importation and Marketing of Seal Products”, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-484-2
- Heft 119 Karl M. Meessen, Auf der Suche nach einem der Wirtschaft gemäßen Wirtschaftsrecht, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-488-0
- Heft 120 Christian Tietje, Individualrechte im Menschenrechts- und Investitionsschutzbereich – Kohärenz von Staaten- und Unternehmensverantwortung?, Juni 2012, ISBN 978-3-86829-495-8
- Heft 121 Susen Bielech, Problemschwerpunkte des Internationalen Insolvenzrechts unter besonderer Berücksichtigung der Durchsetzung eines transnationalen Eigentumsvorbehalts in der Insolvenz des Käufers, Juli 2012, ISBN 978-3-86829-500-9
- Heft 122 Karsten Nowrot, Ein notwendiger „Blick über den Tellerrand“: Zur Ausstrahlungswirkung der Menschenrechte im internationalen Investitionsrecht, August 2012, ISBN 978-3-86829-520-7
- Heft 123 Henrike Landgraf, Das neue Komitologieverfahren der EU: Auswirkungen im EU-Antidumpingrecht, September 2012, ISBN 978-3-86829-518-4
- Heft 124 Constantin Fabricius, Der Technische Regulierungsstandard für Finanzdienstleistungen – Eine kritische Würdigung unter besonderer Berücksichtigung des Art. 290 AEUV, Februar 2013, ISBN 978-3-86829-576-4
- Heft 125 Johannes Rehahn, Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt, April 2013, ISBN 978-3-86829-587-0
- Heft 126 Yuan Wang, Introduction and Comparison of Chinese Arbitration Institutions, Mai 2013, ISBN 978-3-86829-589-4

- Heft 127 Eva Seydewitz, Die Betriebsaufspaltung im nationalen und internationalen Kontext – kritische Würdigung und Gestaltungsüberlegungen, August 2013, ISBN 978-3-86829-616-7
- Heft 128 Karsten Nowrot, Bilaterale Rohstoffpartnerschaften: Betrachtungen zu einem neuen Steuerungsinstrument aus der Perspektive des Europa- und Völkerrechts, September 2013, ISBN 978-3-86829-626-6
- Heft 129 Christian Tietje, Jürgen Bering, Tobias Zuber, Völker- und europarechtliche Zulässigkeit extraterritorialer Anknüpfung einer Finanztransaktionssteuer, März 2014, ISBN 978-3-86829-671-6
- Heft 130 Stephan Madaus, Help for Europe's Zombie Banks? – Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime, Juli 2014, ISBN 978-3-86829-700-3
- Heft 131 Frank Zeugner, Das WTO Trade Facilitation-Übereinkommen vom 7. Dezember 2013: Hintergrund, Analyse und Einordnung in den Gesamtkontext der Trade Facilitation im internationalen Wirtschaftsrecht, Oktober 2014, ISBN 978-3-86829-735-5
- Heft 132 Joachim Renzikowski, Strafvorschriften gegen Menschenhandel und Zwangsprostitution de lege lata und de lege ferenda, November 2014, ISBN 978-3-86829-739-3
- Heft 133 Konrad Richter, Die Novellierung des InvStG unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zum Außensteuergesetz, März 2015, ISBN 978-3-86829-744-7
- Heft 134 Simon René Barth, Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR, April 2015, ISBN 978-3-86829-752-2
- Heft 135 Johannes Ungerer, Das europäische IPR auf dem Weg zum Einheitsrecht Ausgewählte Fragen und Probleme, Mai 2015, ISBN 978-3-86829-754-6
- Heft 136 Lina Lorenzoni Escobar, Sustainable Development and International Investment: A legal analysis of the EU's policy from FTAs to CETA, Juni 2015, ISBN 978-3-86829-762-1
- Heft 137 Jona-Marie Winkler, Denial of Justice im internationalen Investitionsschutzrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, September 2015, ISBN 978-3-86829-778-2
- Heft 138 Andrej Lang, Der Europäische Gerichtshof und die Investor-Staat-Streitbeilegung in TTIP und CETA: Zwischen Konfrontation, Konstitutionalisierung und Zurückhaltung, Oktober 2015, ISBN 978-3-86829-790-4
- Heft 139 Vinzenz Sacher, Freihandelsabkommen und WTO-Recht Der Peru-Agricultural Products Fall, Dezember 2015, ISBN 978-3-86829-814-7
- Heft 140 Clemens Wackernagel, The Twilight of the BITs? EU Judicial Proceedings, the Consensual Termination of Intra-EU BITs and Why that Matters for International Law, Januar 2016, ISBN 978-3-86829-820-8
- Heft 141 Christian Tietje/Andrej Lang, Community Interests in World Trade Law, Dezember 2016, ISBN 978-3-86829-874-1
- Heft 142 Michelle Poller, Neuer Sanktionsrahmen bei Kapitalmarktdelikten nach dem aktuellen

europäischen Marktmissbrauchsrecht - Europarechtskonformität des 1. Finanzmarktmissbrauchsrichtlinien, Januar 2017, ISBN 978-3-86829-876-5

- Heft 143 Katja Gehne/Romulo Brillo, Stabilization Clauses in International Investment Law: Beyond Balancing and Fair and Equitable Treatment, März 2017, ISBN 978-3-86829-885-7
- Heft 144 Kevin Crow/Lina Lorenzoni Escobar, International Corporate Obligations, Human Rights, and the Urbaser Standard: Breaking New Ground?, ISBN 978-3-86829-899-4
- Heft 145 Philipp Stegmann, The Application of the Financial Responsibility Regulation in the Context of the Energy Charter Treaty – Case for Convergence or “Square Peg, Round Hole”?, September 2017, ISBN 978-3-86829-913-7
- Heft 146 Vinzenz Sacher, Neuer Kurs im Umgang mit China? Die Reformvorschläge zum EU-Antidumpingrecht und ihre Vereinbarkeit mit WTO-Recht, Oktober 2017, ISBN 978-3-86829-918-2
- Heft 147 Maïke Schäfer, Die Rechtsstellung des Vereinigten Königreiches nach dem Brexit in der WTO: Verfahren, Rechtslage, Herausforderungen, November 2017, ISBN 978-3-86829-924-3
- Heft 148 Miriam Elsholz, Die EU-Verordnung zu Konfliktmineralien Hat die EU die richtigen Schlüsse aus bestehenden Regulierungsansätzen gezogen?, Dezember 2017, ISBN 978-3-86829-926-7
- Heft 149 Andreas Kastl, Brexit - Auswirkungen auf den Europäischen Pass für Banken, April 2018, ISBN 978-3-86829-936-6
- Heft 150 Jona Marie Winkler, Das Verhältnis zwischen Investitionsschiedsgerichten und nationalen Gerichten: Vorläufiger Rechtsschutz und Emergency Arbitrator, April 2018, ISBN 978-3-86829-946-5
- Heft 151 Hrabrin Bachev, Yixian Chen, Jasmin Hansohm, Farhat Jahan, Lina Lorenzoni Escobar, Andrii Mykhailov, Olga Yekimovskaya, Legal and Economic Challenges for Sustainable Food Security in the 21st Century, DAAD and IAMO Summer School, April 2018, ISBN (elektr.) 978-3-86829-948-9
- Heft 152 Robin Misterek, Insiderrechtliche Fragen bei Unternehmensübernahmen Transaktionsbezogene Nutzung und Offenlegung von Insiderinformationen unter der Marktmissbrauchsverordnung, April 2018, ISBN 978-3-86829-949-6
- Heft 153 Christian Tietje, Vinzenz Sacher, The New Anti-Dumping Methodology of the European Union – A Breach of WTO-Law?. Mai 2018, ISBN 978-3-86829-954-0
- Heft 154 Aline Schäfer, Der Report of the Human Rights Council Advisory Committee on the activities of vulture funds and the impact on human rights (A/HRC/33/54): Hintergrund, Entwicklung, Rechtsrahmen sowie kritische völkerrechtliche Analyse, Juni 2018, ISBN 978-3-86829-957-1
- Heft 155 Sabrina Birkner, Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts, Juli 2018, ISBN 978-3-86829-960-1

- Heft 156 Andrej Lang, Die Autonomie des Unionsrechts und die Zukunft der Investor-Staat-Streitbeilegung in Europa nach Achmea, Zugleich ein Beitrag zur Dogmatik des Art. 351 AEUV, Juli 2018, ISBN 978-3-86829-962-5
- Heft 157 Valentin Günther, Der Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Europäischen Union – Investitionskontrolle in der Union vor dem Hintergrund kompetenzrechtlicher Fragen, August 2018, ISBN 978-3-86829-965-6
- Heft 158 Philipp Tamblé, Les dispositions sur le droit de la concurrence dans les accords d'intégration régionale, August 2018, ISBN 978-3-86829-967-0
- Heft 159 Georgios Psaroudakis, Proportionality in the BRRD: Planning, Resolvability, Early Intervention, August 2018, ISBN 978-3-86829-969-4
- Heft 160 Friedrich G. Biermann, Wissenszurechnung im Fall der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR, März 2019, ISBN 978-3-86829-987-8

Die Hefte 1 bis 99 erhalten Sie als kostenlosen Download unter:

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/forschungen-und-publikationen/beitr%C3%A4ge-transnationalen-wirtschaftsrecht>