

### Kapitel 3: Die Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung der Insiderinformation

Das Vorliegen einer Insiderinformation nach Art. 7 MAR im Rahmen eines Compliance-Sachverhalts löst die Pflicht zur Veröffentlichung dieser Information nach Art. 17 Abs. 1 MAR aus, die da lautet:

*(1) Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt.*

In der arbeitsteiligen Organisation der juristischen Personen verteilen sich nicht nur die Aufgaben auf viele Köpfe. Symptomatisch ist dabei auch die unterschiedliche Verteilung von Wissen und damit das Auseinanderfallen von Handlungsverantwortung und Wissen. Aufgrund der festgestellten Vorverlagerung der Ad-hoc-Pflicht scheint dabei der Einwand des Nichtwissens (insbesondere des Vorstands) die entscheidende Verteidigung gegen den Vorwurf der pflichtwidrig unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung:

*„Volkswagen hält die anhängigen Aktionärs-Klagen für unbegründet, da jede Ad-hoc-Pflicht voraussetzt, dass die für die Erfüllung dieser Pflicht verantwortlichen Personen Kenntnis eines kursrelevanten Sachverhalts erlangen und die wirtschaftlichen Auswirkungen dieser Information abschätzen können“<sup>456</sup>,*

teilte die Volkswagen AG 2016 per Pressemitteilung im Rahmen der Abgasaffäre mit. Das folgende Kapitel soll daher der Frage nachgehen, ob es für die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR darauf ankommt, wer beim Emittenten etwas weiß, wissen muss bzw. ob dem Emittenten Wissen zugerechnet werden kann bzw. muss.

---

456 Volkswagen AG, Volkswagen hält kapitalmarktrechtliche Vorwürfe für unbegründet, 16.03.2016 (<https://www.volkswagen-newsroom.com/de/pressemitteilungen/volkswagen-haelt-kapitalmarktrechtliche-vorwuerfe-fuer-unbegrundet-1839/download>), S. 1 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

A. Art. 17 Abs. 1 MAR als (Nicht-)Wissensnorm

I. Ad-hoc-Publizität und Handlungsverantwortung

Die erste Frage ist, wer überhaupt die verantwortliche Person zur Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht ist und damit der Wissende sein müsste. Es ist dies nach Art. 17 Abs. 1 MAR der Emittent. Emittent ist nach der Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert. Art. 17 Abs. 1 MAR stellt damit auf die Gesellschaftsformen nach nationalem Recht ab. Im deutschen Recht ist damit wesentlich die Aktiengesellschaft als juristische Person nach § 1 Abs. 1 S. 1 AktG verpflichtet.

Die MAR enthält neben der Verpflichtung des Emittenten keine Vorgaben, wer genau innerhalb der juristischen Person für die Ad-hoc-Pflicht zuständig ist. Mangels europarechtlicher Vorgaben bestimmt sich die zuständige Person damit nach der Organisationsverfassung des Emittenten, also nach nationalem Gesellschaftsrecht.<sup>457</sup> Die AG wiederum handelt durch ihre Organe.<sup>458</sup> Die Organe trifft die Ad-hoc-Pflicht daher mittelbar. Dabei ist es zunächst der Vorstand, der aufgrund seiner Legalitätspflicht dafür zu sorgen hat, dass die an die Gesellschaft gerichteten gesetzlichen Pflichten eingehalten werden.<sup>459</sup> Die Gegenansicht leitet dessen Zuständigkeit aus § 9 Abs. 1 OWiG her.<sup>460</sup> Die Ad-hoc-Pflicht stellt jedoch keine Leitungsaufgabe dar, da es sich nicht um eine strategisch und personell unverzichtbare Führungsaufgabe handelt, sondern ist als Geschäftsführungsmaßnahme gem. §§ 76 Abs. 1, 77 Abs. 1 AktG einzuordnen, sodass in gewissen Grenzen die Möglichkeit der Delegation an ein einzelnes Vorstandsmit-

---

457 *Kocher/Schneider*, ZIP 2013, 1607; abzulehnen ist die Ansicht von *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 385 ff. der diese Zuständigkeit aus Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR herleiten will.

458 Nach der Vertretertheorie ist die juristische Person selbst nicht fähig zum Wollen und Handeln, dies wird durch Vertreter vorgenommen, nach der Organtheorie ist der Verband selbst Willens- und Handlungsträger mittels seiner Organe, näher *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 10 I 2. a).

459 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 189; *Reinbart*, Die Legalitätspflicht des Vorstands einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, 2019, S. 304 f. spricht von einer derivativen Pflicht; kritisch *Kuschnereit*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 84 f.

460 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 304; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 347; *Kuschnereit*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 84.

glied oder ein Ad-hoc-Gremium in Betracht kommt.<sup>461</sup> Die Mitwirkung eines Vorstandsmitglieds wird in der Praxis aber auch bei Delegation an ein Ad-hoc-Gremium wegen der Veröffentlichung oftmals wesentlicher Informationen aus Gründen der Corporate-Governance empfohlen.<sup>462</sup> Für die Einhaltung der an den Emittenten gerichteten Pflicht bleibt der Vorstand jedoch aufgrund seiner Legalitätspflicht verantwortlich und haftet bußgeldrechtlich nach § 9 bzw. § 130 OWiG, zivilrechtlich ggü. der Gesellschaft nach § 93 Abs. 2 AktG und ggü. den Aktionären ggf. nach § 826 BGB.<sup>463</sup>

## II. Ad-hoc-Publizität und Wissen

Entgegen der eingangs genannten Auffassung der Volkswagen AG enthält Art. 17 Abs. 1 MAR ein ausdrücklich formuliertes Merkmal, dass der Emittent die Insiderinformationen kennt, nicht. Dies sieht rechtsvergleichend betrachtet etwa Art. 53 Abs. 2 des Schweizer Kotierungsreglements<sup>464</sup> oder Part XIVA 307b der Hong Kong Securities and Futures Ordinance vor.<sup>465</sup> Tatsächlich ist die Volkswagen AG mit dieser Ansicht aber nicht allein.

Die Interpretation von Art. 17 Abs. 1 MAR und zuvor schon § 15 Abs. 1 WpHG a.F. geht in der Literatur dabei allerdings weit auseinander. Die dort aufzufindenden Ansichten lassen sich in unterschiedlich ausgeprägte (ungeschriebene) Voraussetzungen an den Eintritt der Ad-hoc-Publizitäts-

---

461 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 48; *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 59 ff.; *Groß*, in: FS U.H. Schneider 2011, S. 385, 390 ff.; *Ibrig/Kranz*, BB 2013, 451, 455; *Ibrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709c; *Mülbert*, in: FS Stilz 2014, S. 411, 416; *Kocher/Schneider*, ZIP 2013, 1607 ff.; *Mennicke*, NZG 2009, 1059, 1062; *Peters*, in: FS Vetter 2019, S. 563, 581 ff.; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Walla/Knierbein*, WM 2018, 2349, 2351; a.A. nunmehr BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33 welche von einer Leitungsaufgabe ausgeht.

462 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 36; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205 f.

463 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 26; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 32.

464 Art. 53 Abs. 2 KR: „Der Emittent informiert, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat“, dazu näher *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 101.

465 Part XIVA 307b: (1): „A listed corporation must, as soon as reasonably practicable after any inside information has come to its knowledge, disclose the information to the public“, Abs. 2 regelt Fragen der Wissenszurechnung; dazu näher *ders.*, Der gespaltene Emittent, 2018, 99 f.

pflicht unterteilen. Die prominenteste dabei zu findende These, ist die, dass Art. 17 Abs. 1 MAR „Wissensnorm“ sei.<sup>466</sup> Wissensnormen sind solche, die tatbestandlich an Wissen oder Wissenmüssen konkrete Rechtsfolgen knüpfen.<sup>467</sup> Von Seiten der BaFin<sup>468</sup> und Teilen der Literatur<sup>469</sup> wird vorausgesetzt, dass der Vorstand die Information kennt, da der Vorstand die Handlungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR nur erfüllen könne, wenn er von dieser wisse. Sofern dies nicht der Fall sei – gerade wenn die Information wie bei Compliance-Sachverhalten häufig unterhalb der Vorstandsebene oder in einem sonst nicht zur Veröffentlichung berechtigten Bereich entstehe, müsse durch unternehmensinterne Organisation dafür gesorgt werden, dass dem Vorstand oder der entscheidungsberechtigten Stelle die Information zur Kenntnis gebracht und auf ihre Ad-hoc-Pflicht geprüft wird. Zu Art. 17 Abs. 1 MAR bzw. § 15 Abs. 1 WpHG a.F. finden sich innerhalb des Spektrums der Ansicht als „Wissensnorm“ allerdings die unterschiedlichsten Anforderungen an den Eintritt der Ad-hoc-Pflicht,

---

466 *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 385; *Ibrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709b; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 34; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 56; *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 45 f.

467 *Waltermann*, AcP 192 (1992), 181, 185; *Baum*, Die Wissenszurechnung, 1999, S. 32; implizit *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 15.

468 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 48; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33.

469 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 52; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 806; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085; *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 49; *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 390 f.; *Koch*, AG 2019, 273, 276 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 766; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1414; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 88.

wie Kenntnis bzw. Wissen,<sup>470</sup> fahrlässige<sup>471</sup> oder grob fahrlässige<sup>472</sup> Unkenntnis bzw. Wissen- oder Kennenmüssen<sup>473</sup> der Insiderinformation. Dabei wird mit Wissen nicht zwingend nur positive Kenntnis des Vorstands gemeint, sondern auch die Grundsätze der Wissenszurechnung.

### 1. Zurechnung von Wissen in Art. 17 Abs. 1 MAR

Unter der Prämisse, dass der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR erst bei Kenntnis der Insiderinformation zur Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet sei und eine juristische Person nicht wie ein Mensch wissen könne, stellt sich die Frage, wie der juristischen Person Wissen zugerechnet wird. In Ermangelung einer europäischen Wissenszurechnung in der juristischen Person, müsse, so ein Teil in der Literatur, die Frage trotz Vollharmonisierung der Ad-hoc-Pflicht nach nationalem Gesellschaftsrecht, also den Grundsätzen der Wissenszurechnung bei juristischen Personen geklärt werden.<sup>474</sup> Auch

---

470 Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50; Büche, Ad-hoc-Publizität, 2005, S. 184, 208; Eichner, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 103; Frowein, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 10 Rn. 24; Götze/Carl, Der Konzern 2016, 529, 533; Grigoleit, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 48; Hüfner/Koch, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 33; Ihrig, ZHR 2017, 381, 385 ff.; Ihrig/Schäfer, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709b; Koch, AG 2019, 273, 276 ff.; Kumpan/Grütze, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 85; Leyendecker-Langner/Kleinbenz, AG 2015, 72, 76; Liebscher, ZIP 2019, 1837, 1848; Schletter, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 146 f.; Schnorbus/Klormann, WM 2018, 1069, 1075; wohl auch: Merkner/Sustmann/Retsch, AG 2019, 621, 632.

471 Poelzig, Kapitalmarktrecht (1. Auflage), 2018, S. 486; Sajnovits, WM 2016, 765, 766; Veil/Brüggemeier, in: Hdb Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

472 Habersack, DB 2016, 1551, 1555; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 328.

473 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160; Augstein, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 238; Bertus, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 51; Biermann, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 13 ff.; Breuer, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 34; Buck-Heeb, AG 2015, 801; Ekkenga, NZG 2013, 1081, 1085; Kalss/Hasenauer, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 12; Mülbert/Sajnovits, WM 2017, 2001, 2002; Poelzig, in: FS Hopt 2020, S. 943, 947; Schröder, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 105; Thelen, ZHR 182 (2018), 62, 72; Versteegen, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Rn. 110.

474 Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50 ff.; Veil/Brüggemeier, in: Hdb Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17; implizit Götze/Carl, Der Konzern 2016, 529, 533; wohl auch Grundmann, in: Staub

auf die Gefahr einer unterschiedlichen Handhabung der Ad-hoc-Pflicht in den einzelnen Mitgliedstaaten kenne das Unionsrecht Grenzen der Einheitlichkeit und auch das Unionsrecht könne nationales Aktienrecht nicht aushebeln.<sup>475</sup> Andere formulieren etwas vorsichtiger, dass in Ermangelung europarechtlicher Ansätze der Wissenszurechnung, ein Rückgriff auf die deutschen Voraussetzungen der Wissenszurechnung und soweit diese mit Europarecht unvereinbar sind, im Lichte des Normzwecks von Art. 17 Abs. 1 MAR vorzunehmen sei.<sup>476</sup> Nach dieser Ansicht bedingt das nationale Gesellschaftsrecht die europarechtliche Ad-hoc-Publizität, da Wissen und dessen Zurechnung in der Aktiengesellschaft nach nationalem Recht als Vorfragen der Ad-hoc-Pflicht betrachtet werden.

Um diese Vorfrage und ihre Übertragung auf Art. 17 Abs. 1 MAR zu überprüfen, soll zunächst kurz auf die Grundsätze der Wissenszurechnung nach deutschem Recht eingegangen werden.

#### a) Wissensnormen nach deutschem Recht

Viele Normen des deutschen Zivilrechts unterscheiden bei Wissen zwischen positiver Kenntnis und (grob) fahrlässiger Unkenntnis (vgl. nur § 199 Abs. 2 BGB, § 932 Abs. 2 BGB), auch Wissen- bzw. Kennenmüssen (vgl. nur § 122 Abs. 2 BGB, § 123 Abs. 2 BGB, § 15 Abs. 2 HGB) und setzen daran unterschiedliche Rechtsfolgen. Wissen ist aber auch im Rahmen der Arglist oder des Verschuldens von Bedeutung, mitunter ist auch ein ungeschriebenes Wissenserfordernis denkbar, etwa bei von der Rechtsprechung entwickelten Rechtsfiguren wie der Duldungsvollmacht oder der Lehre vom faktischen Organ.<sup>477</sup>

---

HGB, Rn. 520; zur alten Rechtslage *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 329; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085.

475 Vgl. die Diskussion bei *Weber*, ZHR 2017, 416, 421; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 228 f.

476 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 390; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 156 f.; dahingehend wohl auch für Österreich *Kalss/Hasenauer*, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 12.

477 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 18 ff.

b) Grundlagen der deutschen Wissenszurechnung

In der deutschen Zivilrechtsdogmatik haben sich unzählige und noch immer nicht beantwortete Fragen an das Wissen und seiner Zurechnung in der juristischen Person gestellt.<sup>478</sup> Das Problem ist dabei, dass Wissensnormen ausschließlich auf natürliche Personen zugeschnitten sind und daher fraglich ist, wann Wissen bei einer juristischen Person vorliegen soll. Das liegt zum einen daran, dass neben den allgemeinen Zurechnungsnormen des BGB in §§ 31, 164 Abs. 1, Abs. 3, § 166 Abs. 2, 278 oder 831 BGB, die Frage der Zurechnung von Wissen ausdrücklich nur in § 166 Abs. 1 BGB für den rechtsgeschäftlich bestellten Vertreter sowie spezialgesetzlich in §§ 2 Abs. 3 und 70 VVG geregelt ist. Diese sind zum anderen für die juristische Person allesamt unpassend und ihre dogmatische Anwendbarkeit damit heftig umstritten, was dadurch verstärkt wird, dass der BGH Wissensorganisationspflichten in freier Rechtsfortbildung herleitet.<sup>479</sup>

Während das Reichsgericht<sup>480</sup> bereits urteilte, Wissen eines Organvertreters sei das Wissen der juristischen Person, es liege „in der Natur der Sache begründet“, hielt der BGH<sup>481</sup> schon Ende der 80er Jahre fest, dass sich die Frage der Wissenszurechnung von Organvertretern „nicht mit logisch-begrifflicher Stringenz, sondern nur in wertender Beurteilung“ entscheiden lasse. Während zunächst also nach der verbandsrechtlichen (absoluten) Organtheorie<sup>482</sup> davon ausgegangen wurde, dass Wissen eines jeden Organmitglieds Wissen der juristischen Person sei,<sup>483</sup> wurde der Personenkreis entsprechend § 31 BGB auf verfassungsmäßig berufene Vertreter und in entsprechender Anwendung des § 166 Abs. 1 BGB auf den sog. „Wissensvertreter“ erstreckt.<sup>484</sup>

---

478 Siehe nur die in einem Doppelheft erschienenen Beiträge des ZHR-Symposium zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in ZHR 181, (2017) Heft 2–3, 159 ff.

479 Siehe etwa *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 803; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 54; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 625 ff.

480 RG, JW 1935, 2044.

481 BGH, NJW 1990, 975, 976.

482 Zurückgehend auf Otto von Gierke, dazu näher *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 10 I 2. a, S. 250 ff.

483 RG, JW 1935, 2044; BGH Urt. v. 30.04.1955, Az.: II ZR 5/54 Rn. 24 (zitiert nach *jurion*); BGH, NJW 1964, 1367; BGH, NJW 1996, 1205, 1206; BGH, NJW-RR 2002, 978, 982; BGH NJW-RR 2006, 771 Rn. 13.

484 BGH, NJW 1992, 1099, 1100, BGH NJW 2014, 1294; 1295, BGH NJW 2019, 661, 667 f.; BGH, NJW-RR 2021, 1068 Rn. 19; kritisch dazu *Medicus*, in: *Karlsruher Forum* 1994, S. 4, 14.

Später ging die Rechtsprechung zusätzlich<sup>485</sup> dazu über, für die Wissenszurechnung nicht ausschließlich an der Stellung einer bestimmten Person bzw. an konkreten Normen anzuknüpfen, sondern eine Wissenszurechnung in freier Rechtsfortbildung wertend vorzunehmen. Aus Gründen des Verkehrsschutzes, insbesondere der Gleichstellung von juristischer und natürlicher Person, bestehe eine Pflicht zu ordnungsgemäßer Organisation der gesellschaftsinternen Kommunikation, weswegen für die Frage der Zurechnung statt auf eine Person oder konkrete Norm auf die Information selbst abgestellt wurde.<sup>486</sup> Zuzurechnen sei das „typischerweise aktenmäßig festgehaltene Wissen“.<sup>487</sup> Ähnlich einer Verkehrspflicht, welche berechnete Erwartungen des Rechtsverkehrs berücksichtigt, seien Organisationen verpflichtet sicherzustellen, dass relevantes Wissen von ihren Entscheidungsträgern und Repräsentanten, die dazu berufen sind, im Rechtsverkehr bestimmte Aufgaben in eigener Verantwortung wahrzunehmen, zur Kenntnis genommen werden können.<sup>488</sup> Um dies zu ermöglichen, haben sie diese Informationen zu speichern (= Informationsspeicherungspflicht) und weiterzugeben (= Informationsweiterleitungspflicht) bzw. abzufragen (= Informationsabfrage-, oder Suchpflicht), soweit deren Relevanz erkennbar und die Wissensorganisation zumutbar sei.<sup>489</sup> Je wichtiger ein Umstand ist, desto länger müsse er gespeichert bleiben und sofern Wissen nur auf Speichern zu Verfügung stehe, müsse ein konkreter Anlass bestehen, sich seiner in der konkreten Situation (noch) zu vergewissern.<sup>490</sup>

Wissen wird also nach den deutschen Grundsätzen des BGH entweder durch personale Anknüpfung über das Vorhandensein von Wissen bei bestimmten Personen oder über die Verletzung von Organisationspflichten der juristischen Person zugerechnet. In Anknüpfung an die vom BGH dargelegten Pflichten zur ordnungsgemäßen Organisation der gesellschaftsinternen Kommunikation, die auch auf den berechtigten Erwartungen des

---

485 Entgegen mancher Äußerungen in der Literatur ist die personale Anknüpfung insbesondere an Organe durch den BGH nicht aufgegeben, dazu etwa *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 208 f.; zuletzt im Dieselskandal BGH, NJW 2020, 1962, Rn. 32 ff.

486 BGH, NJW 1996, 1339, 1341.

487 BGH NJW 1990, 975, 976; BGH NJW 1996, 1339, 1340; BGH, NJW 2001, 359; BGH, BeckRS 2011, 1685 Rn. 16.

488 BGH, NJW 1996, 1339, 1340 f.; BGH, NJW NJW 1999, 284, 286; BGH, NJW 2011, 2791 Rn. 17.

489 BGH, NJW 1996, 1339, 1340 f., insbesondere in Anlehnung an *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4, 10 f.; *Taupitz*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 16, 16 ff., 28 ff.; BGH, NJW 2010, 1806 Rn. 11; BGH, BeckRS 2015, 2840 Rn. 27 ff.

490 BGH, NJW 1996, 1339, 1341.



Rechtsverkehrs beruhen, kann dieser wiederum (nur) erwarten, dass sich die Aktiengesellschaft entsprechend ihrer Organisationsverfassung nach dem AktG verhält. Die Einhaltung von Wissensorganisationspflichten ist damit in der AG Aufgabe des Vorstands, etwa durch Einrichtung geeigneter Informationssysteme, da sie als allgemeine Organisationspflichten Teil seiner Leitungsaufgabe sind.<sup>491</sup>

c) Wissenszurechnung im Kontext der jeweiligen Wissensnorm

Einigkeit besteht jedenfalls darin – und darin liegt wiederum die Schwierigkeit einer einheitlichen Dogmatik –, dass die Wissenszurechnung immer im Kontext der konkret in Frage stehenden Norm zu behandeln ist, da Wissensnormen aus unterschiedlichen rechtlichen Bereichen entstammen und mitunter unterschiedliche Ziele verfolgen.<sup>492</sup> Entscheidende Norm der Betrachtung ist also Art. 17 Abs. 1 MAR, denn sie normiert die Pflicht, Insiderinformationen ad-hoc zu veröffentlichen, an deren Verletzung nationale Regeln (etwa § 97 WpHG, § 120 Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG) Rechtsfolgen anknüpfen. Dabei müssen bereits die Befürworter eines Wissenserfordernisses in Art. 17 Abs. 1 MAR eingestehen, dass das Gleichstellungsargument zwischen juristischer und natürlicher Person<sup>493</sup> bei einer Norm, die ausschließlich juristische Personen betrifft, keine Gültigkeit beanspruchen kann.<sup>494</sup> Jedenfalls aber lassen sich Erwägungen des Verkehrsschutzes für Art. 17 Abs. 1 MAR anführen, geht es dabei doch um den Schutz von Anlegern und der Funktionsfähigkeit des Marktes.

---

491 Näher *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 62; *Naumann/Siegel*, ZHR 181 (2017), 273 ff.; *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641 f.; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 87.

492 BGH, NJW 2017, 250, Rn. 23; *Bork*, ZGR 1994, 237, 241; *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 19; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 166, 195 f.; *Seidel*, AG 2019, 492, 493.

493 Siehe etwa die Kritik bei *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 190 ff.

494 *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 53; *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 390 m. Fn. 42; *Koch*, AG 2019, 273, 278 f.

d) Unionsrechtliche Wissenszurechnung

Im Gegensatz zu einer umfassenden Dogmatik der Wissenszurechnung im deutschen Recht bestehen Grundsätze einer unionsrechtlichen Wissenszurechnung nicht.<sup>495</sup> Die Wissenszurechnung in der juristischen Person in anderen europäischen Ländern soll auch nur ein Schattendasein führen.<sup>496</sup> Dies liege daran, dass dort zunächst eine umfassende Zurechnung deliktischen Verhaltens von sämtlichen Mitarbeitern und Organen zur juristischen Personen nach dem Prinzip des „respondeat superior“ stattfindet.<sup>497</sup> Während das deutsche Deliktsrecht das Prinzip der generellen deliktischen Einstandspflicht des Unternehmens nach dem Prinzip „respondeat superior“ in § 31 BGB für „verfassungsmäßig berufene Vertreter“ kennt, ist es ihm für sämtliche Mitarbeiter fremd, was sich in der Verschuldenshaftung mit Entlastungsbeweis des § 831 BGB zeigt.<sup>498</sup> Dabei haben sich in der Rechtsprechung zur Vermeidung der Figur des dezentralen Entlastungsbeweises umfassende Organisations- und Überwachungspflichten herausgebildet, die die Anwendung des § 831 Abs. 1 S. 2 einschränken.<sup>499</sup> Wenn Wissenszurechnung nach deutschem Recht die Frage der Verantwortlichkeit für „fremdes Wissen, für fremdes Verhalten, ggf. fremde Informationsweitergabe“<sup>500</sup> ist, stellt sich bei einer umfassenden deliktischen Zurechnung zum Unternehmen nach „respondeat superior“ die Frage an das Ausmaß von Sorgfalts- und Organisationspflichten nicht besonders.<sup>501</sup> Dabei soll das Konzept des „respondeat superior“ auch außerhalb des deliktischen Bereichs gelten, denn eine umfassende Zurechnung von Wissen schaffe von sich heraus den entsprechenden ökonomischen Anreiz, eine effiziente Wissensorganisation sicherzustellen.<sup>502</sup>

---

495 Engelhardt, Wissensverschulden, 2019, S. 121; Neumann, Wissenszurechnung und MAR, 2020, S. 71.

496 Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 205; anders wohl für Einzelpersonen im englischen Recht Taupitz, in: Karlsruher Forum 1994, S. 16, 19 ff.

497 Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 248; Thomale, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 108.

498 Spindler, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 689 ff.; Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 249.

499 Spindler, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, 691 ff.

500 So Taupitz, in: Karlsruher Forum 1994, 16.

501 Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 248.

502 Ders., ZHR 181 (2017), 203, 260 ff.

e) Zwischenergebnis

Es lässt sich festhalten, dass umfassende aber noch immer nicht geklärte Grundlagen der deutschen Wissenszurechnung auf eine Norm des europäischen Rechts übertragen werden sollen, welcher die Problematik um die Wissenszurechnung fremd ist.

2. Objektiver Eintritt der Ad-hoc-Pflicht

Gegenüber der Ansicht, Art. 17 Abs. 1 MAR sei eine Wissensnorm, stehen die zahlreichen Vertreter eines objektiven Eintritts der Ad-hoc-Pflicht bei Vorliegen der Insiderinformation ohne Wissenserfordernis.<sup>503</sup> Darunter ist die These von der „Irrelevanz der Wissenszurechnung“<sup>504</sup> in der Literatur wohl prominenteste Ausdehnung entgegen der These von Art. 17 Abs. 1 MAR als Wissensnorm. Mit der Irrelevanz der Wissenszurechnung ist allerdings gemeint, dass sie nicht insgesamt, sondern nur die deutschen Grundsätze der Wissenszurechnung irrelevant seien, und dass eigene europäische Grundsätze der Wissenszurechnung an Art. 17 Abs. 1 MAR entwickelt werden müssten. Die objektive Ansicht unterteilt sich wiederum in unterschiedlich stark ausgeprägte (Wissens-)Organisationsanforderungen an den Emittenten. Vor diesem Hintergrund stellt sich dann die Frage, ob und inwiefern diese autonom europarechtlich hergeleiteten Anforderungen Auswirkung auf die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft haben können.

---

503 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 305; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, 119, 239 f.; *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 120; *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbart (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 258; *Klöhn*, NZG 2017, 1285 ff.; *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, S. 115 ff., 151; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427; *Redenius-Hövermann/Walter*, ZIP 2020, 1331, 1333; *Speier*, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität, 2009, 376 f.; *Schäfer*, in: Hdb börsennotierte AG, § 15 Rn. 20; *Schlitt/Mildner*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 363, 369 f.; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2032; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 41 ff.; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 93; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70.

504 *Klöhn*, NZG 2017, 1285 ff.

### 3. Gemeinsamkeiten der Ansichten und Rechtsfolge

Gemeinsam ist den Ansichten von Art. 17 Abs. 1 MAR als „Wissensnorm“ und der „Irrelevanz der Wissenszurechnung“, dass es letztlich darum geht, die Grenze des Art. 17 Abs. 1 MAR festzulegen, und die Frage zu klären, welches Recht sie näher bestimmt. In einem ersten Schritt gilt es daher zunächst zu klären, ob und welche Vorgaben das europäische Kapitalmarktrecht in Art. 17 Abs. 1 MAR bezüglich des Erfordernisses von Wissen macht. In einem zweiten Schritt soll dann die Strömung der objektiven Auslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR untersucht werden. Das Gesamtergebnis bildet die Grundlage für das vierte Kapitel, welches das gefundene Ergebnis auf das Verhältnis von Art. 17 Abs. 1 MAR zum nationalen Recht und umgekehrt überträgt.

### III. Auslegung des Wortlauts zur Ermittlung eines Wissenserfordernisses

#### 1. Das „Bekanntgeben“ der Information

Emittenten müssen Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 MAR „bekanntgeben“ („gibt [...] bekannt“). Das Wort bekanntgeben liefert keine klaren Ergebnisse für oder gegen ein Wissensselement. Der deutschen Sprachfassung nach steckt im Bekanntgeben bereits das Wort „kennen“. Der Schluss auf Wissen als denknötwendige Voraussetzung einer Bekanntgabe liegt zunächst nahe. Dabei wird das Merkmal entweder explizit als das Wissens- und damit die Ad-hoc-Pflicht begründende Merkmal gesehen,<sup>505</sup> oder in Richtung einer allgemeinen Feststellung, nur wer wissen könne auch bekanntgeben.<sup>506</sup> Allerdings ist die Argumentation zirkelschlüssig, denn sie leitet das Tatbestandsmerkmal Wissen aus der Rechtsfolge „bekanntgeben“ her.

Weniger deutlich für ein Wissensselement sind die anderen Sprachfassungen. Die englische Sprachfassung spricht von „shall inform [...] of inside information“, die spanische von „hará pública [...] la información privi-

---

505 So: *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), *WpHR*, Art. 17 MAR Rn. 50; *Eichner*, *Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität*, 2009, S. 103.

506 Dahingehend etwa: *Biermann*, *Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR*, 2019, S. 14; *Liebscher*, *ZIP* 2019, 1837, 1848; *Schneider*, *Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern*, 2006, S. 88; *Wilken/Hagemann*, *BB* 2016, 67, 70.

legiada“, die französische von „rend publiques [...] les informations privilégiées“. Übersetzt man dies mit „informieren“ oder „veröffentlichen“, ist ein Wissenserfordernis, welches aus dem Wort „bekannt“ bzw. „kennen“ abgeleitet wird, nicht mehr ganz so eindeutig.

Betrachtet man die Begriffe „Information“ (also von „informieren“) und „Kennen“ (also von „bekanntgeben“) genauer, stellt man fest, dass diese nicht deckungsgleich sind.<sup>507</sup> Zunächst muss der Begriff „Kennen“ als etwas weniger starker Teilbereich des Überbegriffs „Wissen“ betrachtet werden,<sup>508</sup> welcher aber im juristischen Sprachgebrauch synonym verwendet wird.<sup>509</sup> Es scheint im deutschen Recht, wie etwa §§ 1472 Abs. 2, 2366, 2370 BGB zeigen, eine eher sprachliche Frage zu sein. Wissen meint menschliches Bewusstsein bezüglich der Information und geht damit über die bloße Verfügbarkeit dokumentierter bzw. gespeicherter Informationen (sog. „Aktenwissen“<sup>510</sup>) hinaus.<sup>511</sup> Informationen sind dabei nur Daten, die in einem konkreten Kontext stehen.<sup>512</sup> Erst ihre Aufnahme und Verarbeitung durch einen Menschen (subjektiv-individuelles Element<sup>513</sup>) macht aus einer bloßen Information Wissen.<sup>514</sup> Geht man also mit den anderen Sprachfassungen vom Verb informieren oder veröffentlichen aus, setzt das folglich kein Wissen vermittelt durch ein subjektiv-individuelles Element voraus, vielmehr müsste ausreichen, dass eine Information beim Emittenten vorliegt und er im Besitz der Information ist oder darauf Zugriff hat. Schließlich sprechen Art. 7 und 17 MAR von Insiderinformation, nicht Insiderwissen. Dabei bildet Information die Grundlage für eine spätere, individuelle Umsetzung in Wissen und sich daraus ergebende Handlungs-

---

507 *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 6 f.; *Stebr*, Wissen und Wirtschaften, 2001, S. 111 ff.

508 *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 173; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 2 ff.; vgl. im Übrigen zur Differenzierungsversuchen *Stebr*, Wissen und Wirtschaften, 2001, S. 112 ff.

509 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 47; *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2640.

510 *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4, 14; *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 55 ff.

511 *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 173 f.; *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 48 ff.

512 *Trute*, in: Röhl (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 11, 14; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 6.

513 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 57; *Röhl*, in: ders. (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, 65.

514 *Trute*, in: Röhl (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 11, 15 f.; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 6 f.

möglichkeiten.<sup>515</sup> Die Individualität von Wissen rechtfertigt es daher, an den objektiven Begriff der Information anzuknüpfen.<sup>516</sup> Vieles spricht daher für eine mehr sachenrechtlich geprägten Herrschaftsbegriff entsprechend § 854 Abs. 1 BGB über Insiderinformationen in der Form, dass kein Wissen notwendig ist, sondern lediglich ein Informationszugriff bestehen muss.<sup>517</sup> So schreibt auch die ESMA in ihrem Consultation Paper zur MAR nichts von einem Wissenserfordernis, sondern vielmehr nur: „[I]ssuers in possession of an [inside] information, are obliged to disclose it ‚as soon as possible‘.“<sup>518</sup> Sie geht also davon aus, dass der Informationsbesitz des Emittenten und nicht sein Wissen zur Veröffentlichungspflicht führt. Aus dem Wortlaut des Tatbestandsmerkmals „gibt [...] bekannt“ lassen sich daher im Ergebnis keine Wissensvoraussetzungen herleiten.

## 2. Die „unverzügliche“ Bekanntgabe

### a) Bisherige Auslegung der h.M. unter § 15 Abs. 1 WpHG

Art. 17 Abs. 1 MAR fordert weiter eine „unverzügliche“ Bekanntgabe, wie dies bereits unter § 15 Abs. 1 WpHG a.F. der Fall war. Der dem § 15 Abs. 1 a.F. WpHG zugrundeliegende Art. 6 Abs. 1 MAD sprach hingegen von „so bald als möglich“. Die ganz herrschende Meinung interpretierte die deutsche Vorgabe „unverzüglich“ in § 15 Abs. 1 WpHG a.F. als eine Bekanntgabe „ohne schuldhaftes Zögern“ im Sinne des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB.<sup>519</sup> So wird es weit verbreitet auch unter Art. 17 Abs. 1 MAR noch mit

---

515 Röhl, in: ders. (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 65, 69.

516 Vgl. ders., in: ders. (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 65, 86.

517 Vgl. zu diesem Ansatz *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2641.

518 ESMA, Consultation Paper, MAR review report, ESMA70-156-1459, 03.10.2019, Rn. 108, Hervorhebung nur hier.

519 *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (6. Aufl. 2012), § 15 WpHG Rn. 248; *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, S. 80; *Ellenberger*, in: Grüneberg, § 121 Rn. 3; *Klöhn*, in: KK-WpHG, § 15 Rn. 103; *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 14 Rn. 39; *Paltin*, Insiderinformationen und Ad-hoc-Publizität, 2016, S. 32; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 327; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 765 f.; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 77; *Versteegen*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Rn. 115; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 49.

explizitem Verweis auf § 121 Abs. 1 S. 1 BGB ausgelegt,<sup>520</sup> oder jedenfalls dahingehend, dass sich zur alten Rechtslage nichts verändert habe und weiterhin ohne schuldhaftes Zögern gemeint sei.<sup>521</sup>

b) Bedeutung von schuldhaftem Zögern im Kontext der Ad-hoc-Pflicht nach Ansicht der Vertreter eines Wissenserfordernisses

Im deutschen Zivilrecht wird „ohne schuldhaftes Zögern“ am Maßstab des § 276 Abs. 1, Abs. 2 BGB konkretisiert, setzt also Vorsatz oder Fahrlässigkeit voraus.<sup>522</sup> Ein Teil der Vertreter des Wissenserfordernisses stellt dabei klar, dass das die Ad-hoc-Pflicht begründende Wissensmerkmal nicht „unverzüglich“ sein kann, denn das beziehe sich nur konkretisierend auf die rechtzeitige Erfüllung der Veröffentlichungshandlung bezüglich der bereits bekannten Information.<sup>523</sup>

Immerhin entspricht diese Auslegung noch der Systematik des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB, denn zögern kann man dort erst ab dem Zeitpunkt, in dem man vom Anfechtungsgrund Kenntnis erlangt hat. Ein Teil innerhalb der Vertreter des Wissenselements geht hingegen davon aus, dass „unverzüglich“ die Ad-hoc-Pflicht begründet.<sup>524</sup> Man geht davon aus, dass die

---

520 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2020, 476 f. "ähnlich" § 121 BGB; *Ibrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 710; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 347; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht (1. Auflage), 2018, Rn. 486.

521 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 61; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 42; *Franke/Schulenburg*, in: Umnuß (Hrsg.), Corporate Compliance Checklisten, Kapitel 3 Rn. 90; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 150; *Klöbn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 105; *Kraack*, ZIP 2020, 1389, 1398; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2042; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 17 Rn. 30; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2002; *Racky/Fehn-Claus*, in: *Szesny/Kuthe* (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2. Kap. Rn. 60; wohl auch *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 237 ff.; für Österreich auch *Kalss/Hasenauer*, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 77.

522 *Rehberg*, in: BeckOGK| BGB, Stand 01.09.2021, § 121 Rn. 12.1; *Wendtland*, in: BeckOK BGB, Stand 01.08.2021, § 121 Rn. 6.

523 *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50; *Koch*, AG 2019, 273, 276.

524 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2002; *Pfüllner*, in: *Fuchs*, WpHG, § 15 Rn. 327 f.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 766; wohl auch *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 72; vlg. die für § 33 WpHG entsprechenden Ansichten: *Bayer*, in: MüKo-AktG, § 33 WpHG Rn. 44; *Petersen*, in: *Spindler/Stilz*



Ad-hoc-Pflicht durch das Verschuldenskriterium im Tatbestand begrenzt ist und damit entsprechend des § 122 Abs. 2 BGB erst besteht, wenn man die Umstände, die Gegenstand der ad-hoc-pflichtigen Insiderinformation sind, kennt oder infolge von Fahrlässigkeit nicht kannte (kennen musste). Im Ergebnis dasselbe ist es, wenn man wie ein anderer Teil der Literatur, in zwei Schritten argumentiert. Die Ad-hoc-Pflicht bestehe demnach bereits objektiv mit Vorliegen der Information, die Prüfung und Veröffentlichung der Information sei aber nicht schuldhaft verzögert, wenn man die Information schon nicht kennt oder kennen musste, weswegen letztlich Wissen, vermittelt durch das Verschuldensmerkmal, Bedingung der Ad-hoc-Pflicht ist.<sup>525</sup>

c) Ungültigkeit der Prämisse des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB

Die europarechtskonforme Auslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR spricht jedoch gegen die Auslegung von „unverzüglich“ als „ohne schuldhaftes Zögern“ und damit gegen alle Ansichten, die auf § 121 Abs. 1 S. 1 BGB und ein dortiges Wissenserfordernis über das Verschuldensmerkmal rekurrieren.

Vergleicht man schon die anderen Sprachfassungen des Art. 6 Abs. 1 MAD, so lauten diese „as soon as possible“, „dès que possible“ oder „cuanto antes“, was alles mit „so bald wie möglich“ übersetzt werden muss. Bis auf die spanische Fassung, welche nunmehr „tan pronto como sea posible“ lautet, gelten diese Formulierungen auch weiterhin in den jeweiligen Sprachfassungen des Art. 17 Abs. 1 MAR. Dabei lautete auch der Wortlaut der deutschen Fassung des Art. 17 Abs. 1 MAR zunächst „sobald wie möglich“ und wurde später in „unverzüglich“ berichtigt.<sup>526</sup>

---

AktG, § 33 WpHG Rn. 31; *Schürnbrand/Habersack*, in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 33 WpHG Rn. 24 f.

525 *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, 83 f.; *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 20; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 17 Rn. 30; *Leyendecker-Langner/Kleinbenz*, AG 2015, 72, 76 f.; *Versteegen*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Rn. 110; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 50.

526 Berichtigung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 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, Amtsblatt der Europäischen Union vom 21.12.2016 L 348/83 ff.



Auch die Veröffentlichungspflicht bei Aufschub der Veröffentlichung, deren Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet werden kann (Art. 17 Abs. 7 MAR), muss „so schnell wie möglich“ (wiederum entsprechend der anderen Fassungen „as soon as possible“, „dès que possible“, „lo antes posible“) erfolgen.

aa) Unionsrechtskonforme Wortlautauslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR

Diese Unterschiede im Wortlaut der einzelnen Sprachfassungen von Art. 17 Abs. 1 MAR sind aufzulösen. Zwar ist Art. 55 Abs. 1 EUV und Art. 358 AEUV zu entnehmen, dass alle europäischen Sprachfassungen der Verträge gleichermaßen verbindlich sind, was damit auch für das Sekundärrecht gelten muss. Einer einzigen nationalen Sprachfassung kann aber nicht alleinige Deutungshoheit zukommen.<sup>527</sup> Die Notwendigkeit der einheitlichen Anwendung des Unionsrechts bedingt bei sprachlich abweichenden Fassungen, eine Auslegung der Vorschrift im Lichte ihrer Fassung in allen Sprachen.<sup>528</sup> Sofern dies nicht eindeutig möglich ist, ist nach den europäischen Auslegungsgrundsätzen auf die allgemeine Systematik und den Zweck der Regelung, zu der sie gehört, abzustellen.<sup>529</sup>

Offenkundig divergiert nur die deutsche Sprachfassung. Bereits unter der alten Rechtslage musste sich die h.M., welche „unverzüglich“ im Sinne von § 121 Abs. 1 S. 1 BGB auslegt, der Kritik aussetzen, dass das deutsche Verständnis nicht auf das autonom auszulegende Europarecht übertragbar sei.<sup>530</sup> Zudem könne man die Norm, welche die Anfechtung einer Willenserklärung betrifft, nicht auf die Informationspflicht gegenüber dem Kapitalmarkt übertragen.<sup>531</sup> Die Novellierung des Marktmissbrauchsrechts als Verordnung mit den entsprechend den Erwägungsgründen formulierten Zielen „einheitliche Regeln“<sup>532</sup> sowie die „Klarheit zentraler Begriffe“<sup>533</sup>

---

527 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 43 (Geltl/Daimler); *Riesenhuber*, in: Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 14.

528 EuGH, Urt. v. 30.5.2013, Az. C-488/11, Rn. 26 mwN.

529 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 43 (Geltl/Daimler); *Riesenhuber*, in: Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 15.

530 *Möllers*, in: FS Horn 2006, S. 473 ff.; *Möllers*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 19, 27 f.

531 *Möllers*, in: FS Horn 2006, S. 473, 477; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 94.

532 Vgl. Erwägungsgründe 3–5 MAR.

533 Erwägungsgrund 3 MAR.

zu schaffen, welche Abweichungen nur punktuell und explizit zulässt,<sup>534</sup> lässt keine Zweifel mehr, dass die Regelungen zur Ad-hoc-Publizität vollharmonisierend sind und daher bei der Auslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR kein Abweichungsspielraum mehr besteht.<sup>535</sup> Aufgrund der Eindeutigkeit der anderen Sprachfassungen ist daher sowohl schon bei § 15 Abs. 1 WpHG als auch bei Art. 17 Abs. 1 MAR von einer Auslegung des Wortes „unverzüglich“ im Sinne von „so bald wie möglich“ auszugehen. Der systematische Vergleich zwischen Art. 17 Abs. 1 MAR und Art. 17 Abs. 7 MAR in den anderen Sprachfassungen bestätigt, dass in beiden Normen entgegen der deutschen Fassung derselbe Maßstab gemeint ist, welcher einheitlich mit „so bald wie möglich“ übersetzt werden muss. Das deutsche Verständnis von unverzüglich im Sinne von § 121 Abs. 1 S. 1 BGB darf nicht herangezogen werden.

#### bb) Erklärung der Herleitung der Unverzüglichkeit

Wie aber lässt sich diese ausschließlich deutsche Abweichung im Gesetzeswortlaut erklären? Die Formulierung „unverzüglich“ ist eine Besonderheit des deutschen Rechts und diesem geläufiger, denn offenbar „beansprucht der Begriff Geltung im gesamten deutschen Privat- und Öffentlichen Recht“<sup>536</sup>. So verwendet die deutsche Fassung in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR auch das Wort unverzüglich, wenn andere Fassungen „immediate“, „immédiate“, oder „inmediata“ verwenden und damit „sofort“ meinen. Daher verwundert es nicht, dass manche Autoren geneigt sind, dieses deutsche Vorverständnis auf das autonom auszulegende europäische Recht zu übertragen.<sup>537</sup> Die Ansicht *Thomales*<sup>538</sup>, diesen schon in Erwägungsgrund 24 der MAD auftretenden Befund so zu interpretieren, dass die Formulierung „so bald wie möglich“ immer als „sofortige und objektive Publikationspflicht“ zu verstehen ist, kann nicht gelten, da diese Stellen mit entspre-

---

534 Etwa Art. 30 Abs. 2 MAR.

535 Im Ergebnis auch *Klöbn*, NZG 2017, 1285, 1286 ff.; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1425; *Poelzig*, NZG 2016, 528, 529; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 595 ff., 600; *Veil*, ZBB 2014, 85, 92.

536 Vgl. *Ellenberger*, in: Grüneberg, § 121 Rn. 3; *Singer*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 121 Rn. 8; *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 41 Rn. 26; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 239.

537 Vgl. die Kritik bei *Möllers*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 19, 27 f.

538 *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 42.

chender Formulierung nur auf Art. 17 Abs. 1 (bzw. Art. 6 Abs. 1 MAD) sprachlich schöner, aber eben nur deklaratorisch Bezug nehmen. Man stelle sich nur die Formulierung „*disclosure as soon as possible* [...]“ gegenüber „*immediate disclosure*“ [...] *is likely to prejudice the legitimate interests of the issuer* oder „*die sobald wie mögliche Offenlegung* [...]“ gegenüber „*die unverzügliche Offenlegung wäre geeignet, die berechtigten Interessen des Emittenten* [...]“. Wäre eine „sofortige Veröffentlichung“ oder „*immediate disclosure*“ erforderlich, so hätte der Gesetzgeber diese Formulierung in Art. 17 Abs. 1 MAR wählen können.

Für den Befund sprechen auch die Gesetzgebungsmaterialien zur Insiderrichtlinie. Den Vorschlag der Kommission, in Art. 7 der Insiderrichtlinie den Wortlaut „*shall immediately inform the public*“ zu verwenden,<sup>539</sup> kritisierte der Wirtschafts- und Sozialausschuss als zeitlich zu streng. Man solle sich vielmehr an den Vorgaben der Börsenzulassungsrichtlinie 1979 orientieren und „*as quickly as possible*“ (instead of „*immediately*“) verwenden.<sup>540</sup> Dass sowohl die deutsche Fassung der Börsenzulassungsrichtlinie die tatsächlich verwendete englische Formulierung „*as soon as possible*“<sup>541</sup>, als auch den Vorschlag der Kommission zur Insiderrichtlinie (immediately)<sup>542</sup> jeweils mit „unverzüglich“ übersetzt, bestätigt, dass „unverzüglich“ eine deutsche Universallösung ist.

Im Ergebnis ist „unverzüglich“ in Art. 17 Abs. 1 MAR aufgrund unionsrechtskonformer Auslegung als „so bald wie möglich“ auszulegen und enthält damit kein Verschuldenserfordernis, an dem Wissen als Tatbestandsmerkmal angeknüpft werden kann.

### 3. Herleitung eines Wissenslements aus dem Kriterium der Möglichkeit

#### a) Der ultra-posses-Einwand

Für ein Wissenslement und gegen eine rein objektive Auslegung der Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR wird der Einwand geführt, es verstoße gegen den auch im Europarecht geltenden Grundsatz, dass niemand zu einer unmöglichen Handlung verpflichtet werden dür-

---

539 ABl. C 153 v. 11.6.1987.S. 8 ff.

540 ABl. C 35 v. 8.2.1988, S. 24 (englische Fassung).

541 Richtlinie 79/279/EWG Schema C 5. a) bzw. Schema D 4. a).

542 ABl. Nr. C 153 vom 11.6.1987, S. 9 (englische Fassung).

fe (*ultra posse nemo obligatur*).<sup>543</sup> Daher müsse Wissen ungeschriebenes, pflichtbegründendes Tatbestandsmerkmal und Art. 17 Abs. 1 MAR mithin Wissensnorm sein.<sup>544</sup>

Einerseits ist bereits fraglich, inwiefern dieser Grundsatz, der lediglich in einer Entscheidung des EuGH in einem zollrechtlichen Verfahren genannt wird, Gültigkeit für die Auslegung der Ad-hoc-Pflicht beanspruchen kann. Tatsächlich aber – und darauf wird immer hingewiesen – verlange die Norm dem (europarechtskonform richtig ausgelegten) Wortlaut nach auch nur eine Veröffentlichung so bald wie *möglich*, also nichts Unmögliches.<sup>545</sup> Dabei wird „möglich“ aber wiederum im Sinne der Grenze der Zumutbarkeit verstanden und die Grundsätze der deutschen Wissenszurechnung herangezogen.<sup>546</sup> Andere leiten daraus her, dass deswegen das Kriterium des „Wissenmüssens“<sup>547</sup> oder der „fahrlässigen Unkenntnis“<sup>548</sup> in Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesen werden müsse.

## b) Der Begriff der Möglichkeit in Anlehnung an § 275 Abs. 1 BGB

Der Schluss aus dem *ultra-posses*-Einwand führt aber nicht zwingend zu einem Wissenselement. Ebenso wie bei „unverzüglich“ ließe sich auch vom Ausgangspunkt „möglich“ eine Auslegung im deutschen Zivilrecht finden. Bekannt ist der *ultra-posses*-Grundsatz im deutschen Recht insbesondere in Form der Unmöglichkeit im allgemeinen Leistungsstörungenrecht in § 275 Abs. 1 BGB.<sup>549</sup> Die zivilrechtliche Unmöglichkeit nach § 275

---

543 Insb. *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 385 mit Verweis auf EuGH, Urt. v. 15.7.2010, Az. C-234/09 Rn. 34; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50 Fn. 1; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 153; zu § 15 WpHG a.F. LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160.

544 *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 385; *Ibrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709b; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 56.

545 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160, 284; *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 13; *Klöbn*, NZG 2017, 1285 ff. dies jedoch am Wortlaut unverzüglich anknüpfend; *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 146.

546 So LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160, zu § 15 Abs. 1 WpHG a.F.

547 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, 12 ff.; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 52 ff.; *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 37.

548 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

549 Im allgemeinen Verwaltungsrecht ist er etwa in § 44 Abs. 2 Nr. 4 VwVfG zu finden.

Abs. 1 BGB setzt dabei kein Verschulden bzw. Wissen voraus, § 283 BGB sowie § 311a II S. 2 BGB et contrario. Dies spricht gegen ein Wissensanfordernis und damit für einen rein objektiven Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht.

Auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht ließen sich aus dem Leistungsstörungenrecht die Konstellationen der tatsächlichen und der rechtlichen Unmöglichkeit übertragen. Tatsächlich unmöglich ist eine Leistung, die nach den Naturgesetzen oder nach dem Stand der Erkenntnis von Wissenschaft und Technik tatsächlich nicht erbracht werden kann.<sup>550</sup> Rechtlich unmöglich ist sie, wenn sie aus rechtlichen Gründen nicht erbracht werden kann.<sup>551</sup> Dann muss man sagen, dass eine Veröffentlichung immer möglich ist, wenn die Information irgendwo im Unternehmen vorliegt und irgendein Angehöriger des Emittenten über die Information verfügt oder der Emittent sie sich jedenfalls tatsächlich irgendwo (rechtlich zulässig) beschaffen kann.<sup>552</sup> Andererseits ist nach § 275 Abs. 1 1. Var BGB bereits die subjektive Unmöglichkeit ausreichend, d.h. auch wenn die Leistung für einen Dritten möglich ist, genügt es, wenn sie für den Schuldner unmöglich ist. Auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen würde das bedeuten, dass trotz der Möglichkeit der Veröffentlichung für einen „Durchschnittsemittenten“ die ad-hoc-Pflicht nicht eintreten würde, wenn nur der konkret unmittelbar betroffene Emittent die Information nicht veröffentlichen konnte.<sup>553</sup>

Die Unterschiede zwischen § 275 Abs. 1 BGB und der Möglichkeit der Ad-hoc-Publizität bestehen aber darin, dass § 275 Abs. 1 BGB auf die Zukunft gerichtet ist, während die Frage nach der Möglichkeit der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR immer aus einer ex-ante Sicht betrachtet wird. Zudem geht es bei der Ad-hoc-Pflicht nicht um die Möglichkeit einen Leistungserfolg herbeizuführen, sondern um die Möglichkeit auf eine Information zuzugreifen und sie zu veröffentlichen. Jedenfalls kann aufgrund der autonom vorzunehmenden europarechtlichen Auslegung auch das Verständnis im Sinne von § 275 Abs. 1 BGB ebenso wenig wie das Verständnis nach § 121 Abs. 1 S. 1 BGB übertragen werden.

---

550 *Caspers*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2019, § 275 Rn. 12.

551 Vertiefend *ders.*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2019, § 275 Rn. 38 ff.

552 So im Ergebnis *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89.

553 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 14 f. spricht etwa vom Vergleichsemittent.

#### 4. Zwischenergebnis zur Wortlautauslegung

Aus dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR lässt sich ein Wissenselement nicht herleiten. Der Wortlaut „gibt [...] bekannt“ ist verglichen mit den anderen Sprachfassungen mehr in Richtung einer objektiven Informationspflicht zu verstehen. Der Rückschluss von der Rechtsfolge der Bekanntgabe auf ein Kennen als denkbare Voraussetzung ist daher nicht zwingend. Nach unionsrechtskonformer Wortlautauslegung ist „unverzüglich“ im Sinne von „so bald wie möglich“ zu verstehen. Art. 17 Abs. 1 MAR enthält damit auch kein Verschuldenselement. Aus einer „möglichen“ Veröffentlichung und dem „ultra-*posse*“-Einwand ließe sich zwar ein (ungeschriebenes) Wissenselement herleiten. Wie der Vergleich mit § 275 Abs. 1 BGB zeigt, ist das aber ebenso wenig zwingend.

#### IV. Historische Auslegung

Der historischen Auslegung kommt im vergleichsweise jungen Kapitalmarktrecht gerade wegen seiner häufigen Weiterentwicklung Bedeutung zu. Rückschluss auf Regelungsvorstellung der am Rechtssetzungsprozess beteiligten Organe geben insbesondere die den Rechtssetzungsakten vorangestellten Erwägungsgründe.<sup>554</sup> Zudem stellen sie den Bezug zu den Vorgängerregelungen her und erläutern die verwirklichten Fortschritte, aber auch die Notwendigkeit der Erneuerung.<sup>555</sup> Soweit europäische Gesetze auf alten Regelungen aufbauen, können deren historische Hintergründe einerseits, bzw. die Tatsache, dass diese (un-)verändert übernommen wurden, einbezogen werden.<sup>556</sup> Es gilt der Grundsatz der Kontinuität der Rechtsstrukturen.<sup>557</sup> Bedeutung haben auch die Gesetzgebungsmaterialien und dort insbesondere die Kommissionsvorschläge, die das Gesetzgebungsverfahren einerseits einleiten und an denen sich trotz Zusammen-

---

554 Näher *Veil*, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 47 ff.; *Kals*, in: Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 29.

555 Siehe nur Erwägungsgrund 3 MAR, allgemein *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 173.

556 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 389.

557 *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 173 f.; *Riesenhuber*, in: Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 46.

spiel mit Rat und Parlament, die Endfassungen häufig orientieren und vom EuGH zur Auslegung herangezogen werden.<sup>558</sup>

## 1. Vergleich mit der MAD

Ein Vergleich mit den Regelungen der MAD und ihrer Durchführungsrichtlinie sprechen gegen ein Wissenserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR. Die MAD regelte in Art. 6 Abs. 1:

*„(1) Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben.“*

Darauf nahm die MAD-DRI konkretisierend Bezug. In deren Art. 2 Abs. 2 hieß es:

*„(2) Die Mitgliedstaaten gewährleisten, dass Emittenten als den ersten Unterabsatz von Artikel 6 Absatz 1 der Richtlinie 2003/6/EG erfüllt habend angesehen werden, wenn sie beim Eintreten einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses — obgleich noch nicht förmlich festgestellt — das Publikum unverzüglich darüber unterrichtet haben.“*

Die englische Version des Art. 2 Abs. 2 der DRI sprach von „upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event“, die französische von „lorsqu'un ensemble de circonstances s'est créé ou qu'un événement s'est produit,“ bzw. die spanische von „habiendo informado al público cuando se produzca una serie de circunstancias o un hecho“. Auch die Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG sprach im Anhang Schema C 5. A. bzw. D. 4. A. lediglich von „eingetretenen Informationen“, wengleich wieder zusammen mit dem Kriterium der Unverzüglichkeit. Auch Art. 4 Abs. 1 lit. a) Ziff. i) Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission zur Festlegung technischer Durchführungsstandards hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen, spricht von der Aufzeichnung von Datum und Uhrzeit des erstmaligen Vorliegens der Insiderinformationen beim Emittenten. Da sich die Anforderungen unter Art. 6 MAD und Art. 17 Abs. 1 MAR tatsächlich nicht geändert haben und in der genannten Durchführungsverordnung eine entsprechende Formulierung verwendet

---

558 Höpfner/Rüthers, AcP 209 (2009), 1, 13 ff.; Martens, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 396 f.; Möllers, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 179.

wird, spricht die historische Auslegung für einen rein objektiven Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht und gegen ein Wissenserfordernis.

## 2. Das Gesetzgebungsverfahren zur Insiderrichtlinie 1989

Die MAR selbst enthält in ihren Gesetzgebungsmaterialien soweit ersichtlich keine näheren Hinweise auf die Frage der Wissenszurechnung. Hinweise finden sich aber im Gesetzgebungsverfahren betreffend der Insiderrichtlinie 1989. Im Gesetzgebungsvorschlag der Kommission<sup>559</sup> war die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen in Art. 7 Abs. 1 des Entwurfs wie folgt formuliert:

*„Die Emittenten, [...] müssen das Publikum dieses Mitgliedstaats oder dieser Mitgliedstaaten unverzüglich über jede Sachlage oder Entscheidung in Kenntnis setzen, die zu einer beträchtlichen Änderung des Kurses dieser Wertpapiere führen können.“*

Der Wirtschafts- und Sozialausschuss erkannte das Problem um das Wissen des Emittenten und nahm dazu wie folgt Stellung:

*„Im 1. Absatz sollte nach ‚Sachlage oder Entscheidung‘ eingefügt werden: ‚die das Unternehmen betrifft und ihrer Geschäftsleitung bekannt ist‘, weil diese vielleicht selbst, z.B. über ein „management buy out“, nicht unterrichtet ist.“<sup>560</sup>*

Dem Gesetzgeber muss das Problem damit jedenfalls im Gesetzgebungsverfahren zur Insiderrichtlinie 1989 bekannt gewesen sein. „Unverzüglich“ muss dabei nach Einschätzung des Wirtschafts- und Sozialausschusses gerade kein Wissenselement beinhaltet haben, sonst wäre die Forderung um die Ergänzung um ein solches überflüssig gewesen. Eine Umsetzung des Vorschlags erfolgte aber nicht, der Änderungsvorschlag der Kommission sah die ursprüngliche Regelung des ersten Vorschlags unverändert vor.<sup>561</sup> Letztlich nahm die Endfassung der Richtlinie sogar nur Bezug auf die alten Vorgaben der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG Anhang, Schema C Ziffer 5 Buchstabe a).

---

559 ABl. Nr. C 153 v. 11. 6.1987, S. 8.

560 ABl. Nr. C 35 v 8.2.1988 S. 24, Hervorhebung nur hier.

561 Siehe Änderung des Vorschlags für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. Nr. C 277 v. 27.10.1988, S. 16.



Allgemein muss der Umstand der Nichtübernahme eines Änderungsvorschlags als bewusste Ablehnung des Gesetzgebers verstanden werden.<sup>562</sup> Allerdings hatte – obwohl der Wirtschafts- und Sozialausschuss auf das Problem der Kenntnis hingewiesen und eine entsprechende Ergänzung vorgeschlagen hat – er letztendlich einen Vorschlag ohne das Kenntniserfordernis unterbreitet, und zwar,

*„den Wortlaut dieses Artikels zu ändern und den zweckmäßigeren Text der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG vom 5. März 1979 Schema C) Ziffer 5 a) angepaßt zu übernehmen:*

*„Die Gesellschaft muß das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkungen auf ihre Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung des Kurses dieser Wertpapiere führen können.“<sup>563</sup>*

Einerseits orientierte man sich also am Vorschlag des Ausschusses. Andererseits entsprach dessen finaler Vorschlag nicht dem Vorschlag, in welchem man zuvor die Ergänzung um das Merkmal nach der Kenntnis der Geschäftsleitung forderte. Die Umsetzung kann daher nicht zwingend als bewusste Ablehnung aufgefasst werden, keinesfalls aber dahingehend, dass Kenntnis bereits Tatbestandsmerkmal ist.

### 3. Zwischenergebnis nach der historischen Auslegung

Der Vergleich mit der MAD und ihrer Durchführungsrichtlinie und ihre Kontinuität sowie die Materialien des Gesetzgebungsverfahrens zur Insiderrichtlinie sprechen stark gegen ein Wissenselement und für ein objektives Eintreten der Ad-hoc-Pflicht.

## V. Systematischer Vergleich

Die systematische Auslegung untersucht die Stellung der Rechtsnorm innerhalb des Regelungssystems sowie ihr Verhältnis zur Gesamtrechtsordnung und orientiert sich an der Idee der Folgerichtigkeit und Einheitlich-

---

562 Martens, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 399.

563 ABl. Nr. C 35 v 8.2.1988 S. 24.

keit der Rechtsordnung.<sup>564</sup> Sie gestaltet sich im europäischen Sekundärrecht aufgrund vieler fragmentarischer Einzelrechtsakte, die oftmals mehr das Ergebnis politischer Kompromisse konkreter Sachfragen sind, grundsätzlich schwierig.<sup>565</sup> Dies betrifft zwar allgemein auch das Kapitalmarktrecht.<sup>566</sup> Insbesondere wo sprachliche Unklarheiten die Wortlautauslegung erschweren, greift der EuGH gleichwohl darauf zurück.<sup>567</sup> Die in der MAR zahlreich zu findenden Verweisungen auf andere Regularien wie etwa die MiFiD-II sowie gerade bei der Kapitalmarktpublizität immer mehr erkennbare Zusammenhänge, etwa zwischen Übernahme- und Ad-hoc-Publizität (vgl. § 10 Abs. 6 WpÜG), verdeutlichen den wachsenden Bedeutungszusammenhang,<sup>568</sup> weswegen ein systematischer Vergleich angebracht ist.

## 1. Herleitung aus dem Verhältnis zu den nationalen Haftungsnormen

### a) Meinungsstand

In der Literatur finden sich zahlreiche Ausführungen bzgl. eines Wissenselements in Art. 17 Abs. 1 MAR, die auf das Verhältnis zu den nationalen Haftungsnormen abstellen.

So soll Art. 17 Abs. 1 MAR deswegen Wissensnorm sein, weil die Darlegungs- und Beweislast für fehlendes Verschulden, bei Schadensersatzansprüchen wegen unterlassener Ad-hoc-Meldung gem. § 97 Abs. 2 WpHG beim Emittenten liegt.<sup>569</sup> Auch die Haftungsgefahr aus § 97 Abs. 2 WpHG, insbesondere seit der Vorverlagerung der Ad-hoc-Pflicht nach Geltl/Daimler, wird als Argument für ein die Ad-hoc-Pflicht beschränkendes Wissenselement in Art. 17 Abs. 1 MAR hervorgebracht.<sup>570</sup>

---

564 Näher Höpfner/Rüthers, AcP 209 (2009), 1, 11 ff.

565 Höpfner/Rüthers, AcP 209 (2009), 1, 12; Martens, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 412; Möllers, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 137; Veil, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 43.

566 Siehe etwa zur PRIIP-VO *Wilhelmi/Kuschnereit*, ZBB 2018, 288, 291; speziell zur MAR siehe *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 30 ff.

567 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 42 ff. (Geltl/Daimler); *Mattig*, Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht, 2019, S. 348.

568 Näher *Veil*, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 § 5 Rn 43 ff.; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 30 ff.

569 *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 385.

570 *Koch*, AG 2019, 273, 281 ff.; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 30 ff.

Wiederum gegen die Anforderung an Wissen im Sinne positiver Kenntnis wird vertreten, dass es unstimmtig sei, wenn §§ 37b Abs. 2, 37 c Abs. 2 WpHG a.F. (§ 97 Abs. 2, 98 Abs. 2 WpHG n.F.) die Haftung bereits bei grober Fahrlässigkeit, also auch bei grob fahrlässiger Unkenntnis statuieren, § 15 Abs. 1 WpHG a.F., auf den sich § 37b a.F. umfassend erstreckt, aber positives Wissen erfordere.<sup>571</sup> Da die Haftungsnormen ein Verschulden für grobe Fahrlässigkeit normieren, sei es stimmig, die Veröffentlichungspflicht auch bereits bei grob fahrlässiger Unkenntnis anzunehmen.<sup>572</sup> Andere wiederum sprechen sich gegen ein Wissenselement in Art. 17 Abs. 1 MAR aus, da dies Frage des Verschuldens sei und sonst objektiver Tatbestand und Verschulden der Haftungsnormen unzulässig vermischt würden.<sup>573</sup> Andere sehen in dem Befund der divergierenden Wissensvoraussetzungen in Art. 17 Abs. 1 MAR und den Haftungsnormen offenbar keinen Widerspruch, da zwar nicht die zivilrechtlichen Schadensersatzpflichten, aber die Aufsichtspflicht und Anordnungsbefugnis der BaFin nach § 6 WpHG bereits bei fahrlässigen Ad-hoc-Pflichtverstößen eingreife.<sup>574</sup> Andere wiederum argumentieren, dass gerade die präventive Aufsichtsbefugnis der BaFin nicht von subjektiven Kriterien abhängen dürfe und die Veröffentlichungspflicht daher objektiv eintreten müsse.<sup>575</sup>

## b) Stellungnahme

So zutreffend die genannten Probleme und Widersprüche doch insgesamt sind, wird dabei allerdings jeweils verkannt, dass das europäische Insiderrecht den Mitgliedstaaten keine Pflicht zur zivilrechtlichen Sanktionierung von Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht vorgibt, sondern lediglich verwaltungs- und strafrechtliche Vorgaben bestehen, vgl. Art. 30

---

571 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; ähnlich *Sajnovits*, WM 2016, 765, 773.

572 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554 f. bezogen auf § 15 WpHG a.F., für Art. 17 MAR ausdrücklich offenlassend; ähnlich *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 der davon spricht, dass die Unverzüglichkeit durch den Verschuldensmaßstab der Schadensersatz- bzw. Bußgeldtatbestände modifiziert werde; dagegen *Grigoleit*, in: *Grigoleit - AktG*, § 78 Rn. 50, der von einer "aufgespaltenen bzw. autonom nationalen Auslegung" ausgeht.

573 *Hellgardt*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Hellgardt*, *Kapitalmarktdeliktsrecht*, 2008, S. 257 f.

574 *Sajnovits*, WM 2016, 765, 773.

575 *Thomale*, *Der gespaltene Emittent*, 2018, S. 44 f.

MAR und die Richtlinie 2014/57/EU.<sup>576</sup> Auch wenn man eine Pflicht zur zivilrechtlichen Sanktionierung aus dem Effektivitätsgrundsatz herleiten will, fehlen einheitliche und konkrete Vorgaben. Daher sind die nationalen zivilrechtlichen Sanktionsnormen für die Auslegung von höher-rangigem Sekundärrecht untauglich.<sup>577</sup> Vielmehr wird sogar vertreten, es handle sich bei § 97 WpHG auch deswegen um eine völlig autonome deutsche deliktsrechtliche Norm, da sie entgegen § 120 Abs. 15 WpHG nicht schlicht an Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpft, sondern die Tatbestandsvoraussetzungen zusätzlich zum Verweis auf Art. 17 Abs. 1 MAR wiederholt.<sup>578</sup> Manche Rechtsordnungen haben gar keine entsprechende Haftung. Das englische Recht normiert hingegen die Haftung für ein Unterlassen einer Kapitalmarktinformation nur im Falle, dass eine Person, die Führungsaufgaben innerhalb des Emittenten wahrnimmt, Kenntnis hat, dass das Unterlassen eine unredliche Verschleierung einer wesentlichen Tatsache ist.<sup>579</sup> So unterschiedlich und umstritten also die Notwendigkeit und Ausgestaltung der nationalen Haftungsnormen sein mag, die Unterschiede verdeutlichen, dass die Argumente jedenfalls nicht aus dem nationalen zivilrechtlichen Haftungsrecht hergeleitet werden dürfen. Hinsichtlich der Aufsichts-befugnisse der BaFin macht jedenfalls die MAR in Art. 23 Vorgaben an die in den nationalen Aufsichtsbehörden notwendigen Mindestanforderungen an Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse. Jedenfalls dort spricht ein rein objektives Eintreten der Ad-hoc-Pflicht für die Umsetzung der effektiven Aufsicht.

---

576 Näher zu dem umstrittenen Verhältnis *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 16 ff.; *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 49 f.; *Thomale*, AG 2019, 189, 190; zum alten Recht *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 18 ff.

577 *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287.

578 *Thomale*, AG 2019, 189, 191; a.A.: *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 25, 84 ff.; *Hellgardt*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 701, 713; *Schütt*, Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz, 2018, 386 ff.

579 Section 90A Financial Services and Markets Act 2000 i.V.m. Schedule 10A Nr. 3 (3): The issuer is liable in respect of the omission of any matter required to be included in published information only if a person discharging managerial responsibilities within the issuer knew the omission to be a dishonest concealment of a material fact. näher dazu auch *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 15 ff.; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 52.

## 2. Vergleich mit Art. 17 Abs. 4 MAR

Wichtig für die systematische Auslegung ist das Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 MAR und dessen Abs. 4. Art. 17 Abs. 4 MAR normiert die Voraussetzungen für den Aufschub der Veröffentlichung. Wörtlich heißt es:

„(4) Ein Emittent [...] kann auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen für die Öffentlichkeit aufschieben, sofern [...].“

Für ein Wissenserfordernis wird (entsprechend wie schon bei der „Bekanntgabe“)<sup>580</sup> angeführt, dass diese Aufschubentscheidung nur getroffen werden könne, wenn man von der fraglichen Information Kenntnis habe.<sup>581</sup> Noch weitergehend müsse der Vorstand sie kennen, denn wenn die Information sonst jemand im Unternehmen kenne, laufe die Norm ins Leere.<sup>582</sup> Dieses Wissenserfordernis wird sodann auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen. Diese Ansicht setzt zunächst als Vorfrage voraus, dass es bei Art. 17 Abs. 4 MAR tatsächlich einer aktiven Aufschubentscheidung bedarf und es sich nicht um eine kraft Gesetzes eintretende Legalausnahme handelt.<sup>583</sup>

### a) Art. 17 Abs. 4 MAR als Legalausnahme

Dass Art. 17 Abs. 4 MAR Aufschub kraft Legalausnahme sei, wird teilweise durch einen Vergleich des Aufschubs nach Art. 17 Abs. 4 mit der kartellrechtlichen Legalausnahme des Art. 101 Abs. 3 AEUV begründet.<sup>584</sup> Dabei wird aber verkannt, dass das System der Legalausnahme im Kartellrecht erst sekundärrechtlich durch Art. 1 Abs. 2 VO Nr. 1/2003 ausdrücklich normiert wird, indem es heißt, dass es für die Geltung von Art. 101 Abs. 3 AEUV einer vorherigen Entscheidung nicht bedarf.<sup>585</sup> Eine solche ausdrückliche Voraussetzung fehlt § 15 Abs. 3 WpHG a.F. bzw. Art. 17 Abs. 4 MAR, weswegen keine Parallele gezogen werden kann.

---

580 Siehe S 135.

581 Koch, AG 2019, 273, 276; Nietsch, ZIP 2018, 1421, 1422.

582 Koch, AG 2019, 273, 279 f.

583 Den Meinungsstand zum alten Recht zusammenfassend ders., in: FS Köndgen 2016, S. 329, 337 m. Fn. 7-9.

584 So jedenfalls Bodenhöfer-Alte, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, 151 ff.

585 Vlg. Weiß, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 101 AEUV Rn. 154.

Für eine Legalausnahme sprechen zunächst auch teleologische Erwägungen. Tatsächlich ist der Schutz der Ziele des Kapitalmarkts nicht davon abhängig, dass eine aktive Aufschubentscheidung getroffen wird, sondern lediglich die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. a) bis c) MAR vorliegen, insbesondere dass die Information geheim gehalten wird.<sup>586</sup> Kein Anleger wird das Gefühl des ungerechtfertigten Sondervorteils empfinden und den gleichen Zugang zu Informationen verletzt sehen, solange die Voraussetzungen des Aufschubs tatsächlich vorliegen.<sup>587</sup> Zu Recht sah der BGH in *Geltl/Daimler* trotz fehlender aktiver Aufschubentscheidung den Einwand des rechtmäßigen Alternativverhaltens ggü. der zivilrechtlichen Haftung nach § 37b WpHG a.F. mit dem Schutzzweck von Art. 15 Abs. 3 WpHG vereinbar.<sup>588</sup> Da dieser Einwand aber nicht die bußgeldrechtliche Verantwortung des Vorstands entfallen lasse, sei die Legalausnahme insbesondere bei gestreckten Sachverhalten, in denen der Emittent gutgläubig nicht vom Vorliegen einer Insiderinformation ausgeht, praktikabel.<sup>589</sup>

#### b) Art. 17 Abs. 4 MAR als aktive Aufschubentscheidung

Gegen die Annahmen einer „Legalausnahme aus Praktikabilität“ spricht, dass bereits über die ggü. der Fahrlässigkeit erhöhte Mindestanforderung der Leichtfertigkeit in § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG der Umstand der Gutgläubigkeit Berücksichtigung finden kann,<sup>590</sup> jedenfalls aber bei der Bemessung eines Bußgeldes.<sup>591</sup>

Für die Annahme einer aktiven Aufschubentscheidung spricht aber noch viel mehr der Wortlaut „aufschieben kann“ und „auf eigene Verantwortung“, was für eine Ermessensentscheidung des Emittenten spricht. Auch Art. 17 Abs. 7 MAR verweist auf Abs. 4 und spricht von „aufgeschoben wurde“. Ferner spricht dafür die nach Art. 17 Abs. 4 UAbs. 3 MAR bestehende Pflicht zur schriftlichen Erläuterung gegenüber der zuständi-

---

586 *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, 148 f.; *Klöbn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 184; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, 176 ff.; ähnlich *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 43 f.

587 *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 108.

588 BGH, NZG 2013, 708, Rn. 34 ff. (*Geltl/Daimler*).

589 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülberr (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 91.

590 Ähnlich *Koch*, in: FS Köndgen 2016, S. 329 ff., der die Anwendung des Rechtmäßigen Alternativverhaltens auch im Strafrecht befürwortet sowie ggf. eine Lösung über den Rechtsirrtum nach § 11 Abs. 2 OWiG in Betracht zieht.

591 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 134.

gen Behörde, inwieweit die Bedingungen des Aufschubs erfüllt waren. Diese Dokumentationspflichten werden durch Art. 4 der Durchführungsverordnung 2016/1055 aufgrund der Befugnis nach Art. 17 Abs. 10 MAR durch die Kommission näher konkretisiert. Wenn dort Art. 4 Abs. 1 lit. a) i) und ii) verlangt, das Datum sowohl des erstmaligen Vorliegens der Insiderinformation beim Emittenten als auch das Datum der Entscheidung über den Aufschub der Offenlegung zu dokumentieren, kann der Wille des Gesetzgebers nicht eindeutiger für die aktive Aufschubentscheidung sprechen.<sup>592</sup> Auch die ESMA und BaFin gehen von einer aktiven Aufschubentscheidung aus.<sup>593</sup>

### c) Zwischenergebnis

Die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist im Ergebnis keine Legalausnahme, sondern tritt erst nach einer aktiven Entscheidung des Emittenten ein. Dies spricht zunächst für ein Wissenselement im Rahmen von Art. 17 Abs. 4 MAR. Ob sich daraus aber auch Schlüsse hinsichtlich Art. 17 Abs. 1 MAR ziehen lassen, ist noch im Rahmen der teleologischen Auslegung aufzuzeigen.

---

592 Im Ergebnis gleich mit dem eindeutigen Wortlaut begründend *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 268 f.; *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 19; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 151; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 185; *Koch*, in: FS Köndgen 2016, S. 329, 337; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 181 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2003; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1422; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 421; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 600; *Söhner*, BB 2017, 259, 261; *Teigelack*, BB 2016, 1604, 1607; *Vaupel/Oppenauer*, AG 2019, 502, 510; *Veil*, ZBB 2014, 85, 92 f.; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 133.

593 ESMA, Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 28.09.2015, S. 52 Rn. 239; BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), 29.05.2019, S. 5; BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 59; BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 54; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 36.

### 3. Vergleich mit Art. 8 und 9 MAR

Ein weiterer Gesichtspunkt aus systematischer Sicht, der gegen ein Wissenselement innerhalb von Art. 17 Abs. 1 MAR spricht, ist ein Vergleich mit Art. 8 MAR (Insidergeschäfte) und Art. 9 MAR (Legitime Handlungen).<sup>594</sup> Art. 8 Abs. 1 MAR normiert, dass ein Insidergeschäft vorliegt, „wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben [...] Finanzinstrumente erwirbt oder veräußert“. Verfügen meint im Kontext des Insiderhandelsverbots Kenntnis der Information, da der Insider den ungerechtfertigten Sondervorteil nur bei Kenntnis der Information erzielen kann.<sup>595</sup> Bei den Primärinsidern der Art. 8 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a) – d), die über Insiderinformationen verfügen, wird die Kenntnis, dass es sich um Insiderinformationen handelt, unwiderleglich vermutet.<sup>596</sup> Nach Abs. 4 UAbs. 2 gilt das Insiderhandelsverbot für den Sekundärinsider, wenn er die Information „besitzt und weiß oder wissen müsste, dass es sich dabei um Insiderinformationen handelt“. Gem. Abs. 3 begeht ein Insidergeschäft, wer eine Empfehlung nutzt und „weiß oder wissen sollte, dass diese auf Insiderinformationen beruht.“ Art. 9 Abs. 1 MAR legt Ausnahmen vom Insidergeschäft der Art. 8, 14 MAR fest. So wird nicht angenommen, dass eine juristische Person Insiderinformationen genutzt hat, wenn sie zwar im Besitz von Insiderinformationen ist oder war, aber angemessene Compliance-Maßnahmen angewendet hat. Art. 9 Abs. 3 MAR legt fest, dass kein Insidergeschäft vorliegt, wenn u.a. „in gutem Glauben“ gehandelt wird. Solche Ausführungen fehlen bei Art. 17 Abs. 1 MAR.

Daher sprechen gute Gründe dafür, dass es bei Art. 17 Abs. 1 MAR nicht auf die Kenntnis oder das Kennenmüssen der Insiderinformation ankommen kann, wenn der Gesetzgeber bei den Insidergeschäften die Frage des Wissens ausführlich regelt, die Thematik im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR aber nicht angegangen ist.

---

594 So auch *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287 ff.

595 EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 37 (*Spector Photo*); *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 38; *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 383; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1289 f.; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 8 MAR Rn. 51.

596 EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 33 ff. (*Spector Photo*); *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, 31 f.; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 121; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 8 MAR Rn. 12.



#### 4. Managers' transactions

Für einen systematischen Vergleich bietet sich auch die besondere Mitteilungspflicht des Art. 19 Abs. 1 MAR an. Dieser verpflichtet Personen die Führungsaufgaben wahrnehmen (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR) sowie in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR), Eigengeschäfte mit Anteilen des Emittenten, dem Emittenten und der zuständigen Behörde unverzüglich und spätestens drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts mitzuteilen (sog. Managers' transactions). Wenn also der Vorstand mit den Anteilen „seiner“ Gesellschaft handelt, muss er dieses dem Emittenten mitteilen.

##### a) Meinungsstand

Hierzu wird vertreten, dass Wissen des einzelnen Vorstands nicht gleich Wissen des Emittenten sein könne, denn sonst wäre die Mitteilungspflicht des Vorstands ggü. dem Emittenten um das Wissen über sein Eigengeschäft nur „reiner Formalismus zwischen zwei Wissenden.“<sup>597</sup> Mit Ausnahme eines faktischen Wissensorgans ergebe sich daher daraus, dass erst Wissen des Gesamtvorstands das Wissen des Emittenten sei.

##### b) Stellungnahme

Interessant ist, dass diese Ansicht dabei einerseits vom objektiven Eintritt der Ad-hoc-Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR ausgeht und dieses Wissensanfordernis des Gesamtvorstands nur auf die nationalen Haftungsvorschriften überträgt. Dabei ließe sich das Argument des „Formalismus zwischen zwei Wissenden“ genauso auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen. Art. 19 Abs. 1 MAR ist eine eigene, anlassbezogene Publizitätspflicht innerhalb der MAR, die neben Art. 17 Abs. 1 MAR besteht. Ihr Zweck liegt zum einen in der Verhinderung von Insiderhandel und Marktmissbrauch, zum anderen darin, dass die Bekanntgabe von Managers' Transactions eine wertvolle Informationsquelle für Anleger ist und daher insbesondere Markttransparenz und Anlegervertrauen fördert.<sup>598</sup> Insoweit bestehen zwar Überschneidungen zum Zweck des Art. 17 Abs. 1 MAR. Entscheiden-

---

597 Thomale, NZG 2018, 1007, 1012; Thomale, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 30.

598 Erwägungsgrund 58 MAR.

der Unterschied ist aber, dass die Norm im Gegensatz zu Art. 17 Abs. 1 MAR bewusst nicht direkt den Emittenten, sondern die Führungsperson selbst verpflichtet, da gerade und ausschließlich immer bei ihnen die Information über das Eigengeschäft entsteht und vorliegt. Der Emittent wiederum ist zwar verpflichtet, die Information anschließend gem. Art. 19 Abs. 3 MAR zu veröffentlichen. Das Ansetzen bei der Führungsperson selbst rechtfertigt sich aufgrund der Sicherstellung effizienter Informationsweiterleitung. Wenn über die Anknüpfung an die „Person in enger Beziehung“ auch der Sohn und der Ehepartner des Aufsichtsratsmitglieds verpflichtet sind, lässt sich das Argument des „Formalismus zwischen zwei Wissenden“ entkräften. Es zeigt, dass gerade nicht der Emittent, sondern die Führungsperson und zu dieser in enger Beziehung stehende Personen deswegen verpflichtet sind, da sie und nicht der Emittent diejenigen sind, die am einfachsten Informationsasymmetrien abbauen können. Dass die Mitteilungspflicht dieses Personenkreises über § 120 Abs. 15 Nr. 17 WpHG bußgeldbewehrt ist, bestätigt den besonderen personalen Charakter. Art. 19 Abs. 1 MAR liefert daher keine Anhaltspunkte für ein Wissensfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR.

## 5. Vergleich mit den Vorschriften zur Beteiligungspublizität

### a) Mitteilungspflichten nach AktG

Für ein Wissenselement spricht zunächst auch der Vergleich mit den Mitteilungspflichten nach dem AktG. Die Regelungen zur Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse sind dort in § 20 Abs. 1 sowie § 21 Abs. 1 AktG ebenso wie Art. 17 Abs. 1 MAR abstrakt formuliert und die Mitteilungspflicht nur an den objektiven Eintritt der Anteilsschwelle von 25 % geknüpft. Die Mitteilung muss nach deren Erreichen unverzüglich erfolgen. Das Erfordernis von Wissen oder Wissenmüssen von der Beteiligungshöhe wird dabei wieder im Kriterium der Unverzüglichkeit und den §§ 121 Abs. 1, 276 Abs. 2 BGB gesehen, die unterbliebene Mitteilung soll nur unschädlich sein, wenn dem Mitteilungspflichtigen die Beteiligungshöhe trotz Anwendung der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt unbekannt geblieben ist.<sup>599</sup> Gleichwohl handelt es sich hier um einen rein nach nationalem Recht zu beurteilenden Sachverhalt des Gesellschaftsrechts. Ferner

---

<sup>599</sup> *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack* (Hrsg.), *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, § 20 AktG Rn. 32a; *Windbichler*, in: *GK-AktG*, § 20 Rn. 49 f.

baut er auf der Formulierung „unverzüglich“ im Sinne von § 121 Abs. 1 S. 1 BGB auf, die wie dargestellt, in Art. 17 Abs. 1 MAR nicht gilt.

## b) Mitteilungspflichten nach WpHG

Der Vergleich mit den spezielleren (vgl. § 20 Abs. 8 AktG), durch europäisches Richtlinienrecht geprägten Vorschriften zur Beteiligungspublizität des § 33 WpHG, spricht jedoch gegen ein Wissenserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR. § 33 WpHG enthält im Gegensatz zu Art. 17 Abs. 1 MAR ein ausdrückliches Wissenserfordernis. Nach dessen Abs. 1 hat der Meldepflichtige das Erreichen, Über- oder Unterschreiten der einschlägigen Beteiligungsschwellen dem entsprechenden Emittenten unverzüglich mitzuteilen. Die Pflicht richtet sich an jede natürliche oder juristische Person, was Art. 12 Abs. 2 RL 2004/109/EG klarstellt. § 33 WpHG übersetzt dies mit „wer“.<sup>600</sup> Weiter wird die Mitteilungspflicht in § 33 Abs. 1 S. 3 und 4 WpHG wie folgt konkretisiert.

*„Die Frist des Satzes 1 beginnt mit dem Zeitpunkt, zu dem der Meldepflichtige Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben mußte, daß sein Stimmrechtsanteil die genannten Schwellen erreicht, überschreitet oder unterschreitet. Hinsichtlich des Fristbeginns wird unwiderleglich vermutet, dass der Meldepflichtige spätestens zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen Kenntnis hat.“*

§ 33 Abs. 1 S. 3 WpHG geht auf Art. 12 Abs. 2 lit. a) RL 2004/109/EG (Transparenz-RL) zurück. Satz 4 geht auf die Konkretisierung in Art. 9 der RL 2007/14/EG (Wertpapiertransparenz-DurchführungsRL) zurück. Die anderen Sprachfassungen von Art. 12 Abs. 2 lit. a) Transparenz-RL sprechen dabei statt „unverzüglich“ von „as soon as possible“, „le plus tôt possible“, „lo antes posible“. Die tatbestandliche Normierung eines expliziten Wissenserfordernisses in Kombination mit dem Wort „unverzüglich“ bzw. „as soon as possible“ etc. spricht dabei eindeutig gegen das Enthalten eines Wissenselements in „so bald wie möglich“ bzw. „unverzüglich“ in Art. 17 Abs. 1 MAR, denn sonst hätte es bei der Beteiligungspublizität nicht extra normiert werden müssen.<sup>601</sup>

---

600 *Schürnbrand/Habersack*, in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 33 WpHG Rn. 2.

601 Ebenso zu § 15 Abs. 1 WpHG a.F. LG Stuttgart, WM 2017, 1451, 1462; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 118.

Auch die Tatsache, dass die Kenntnis über Beteiligungsverhältnisse an einem Emittenten zwar nicht immer leicht, aber deutlich leichter festzustellen sein dürfte als strafrechtlich kursrelevantes Verhalten der dem Management nachgeordneten Mitarbeiter, spricht die Ausgestaltung hier erst recht dafür, dass Art. 17 Abs. 1 MAR kein (ungeschriebenes) Wissens-element enthält. Wenn die Befürworter des ungeschriebenen Wissens-erfordernis damit argumentieren, dass Art. 17 Abs. 1 MAR und § 33 WpHG strukturell und funktional identisch seien und daher das Wissens-erfordernis aus § 33 WpHG auch in Art. 17 Abs. 1 MAR gelten müsse,<sup>602</sup> stellt sich die Frage, warum der Gesetzgeber die Ad-hoc-Pflicht dann nicht entsprechend der Beteiligungspublizität ausgestaltet hat. In der Tat haben sowohl die Beteiligungspublizität der Transparenzrichtlinie als auch die Ad-hoc-Publizität zum Ziel, Kapitalmarkteffizienz herzustellen und Vertrauen der Anleger zu stärken.<sup>603</sup> Ihre Gemeinsamkeit liegt ferner darin, unabhängig von der Regelpublizität anlassbezogen den Kapitalmarkt mit Informationen zu versorgen.<sup>604</sup>

Andererseits ist die Beteiligungspublizität durch die regulatorische Nähe mit der Regelpublizität eher an diese angelehnt, was die Erwägungsgründe 2 und 5 sowie Art. 1 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie verdeutlichen. Die MAR bezweckt primär die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte durch die Verhinderung von Marktmissbrauch zu stärken (Art. 1 MAR). Das rechtfertigt die weitergehende Reichweite ohne Wissens-erfordernis im Gegensatz zur Beteiligungspublizität.

Einen Unterschied der Normen sieht nunmehr auch der deutsche Gesetzgeber in Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie durch das ARUG II. Dort hat er in Umsetzung von Art. 9 Abs. 2 der Richtlinie in § 111c Abs. 1 AktG eine „unverzügliche“ Veröffentlichungspflicht für sog. „related-party-transactions“ normiert und diese in § 111c Abs. 3 AktG an Art. 17 Abs. 1 MAR angepasst. Dabei konkretisiert die Begründung des Gesetzentwurfs<sup>605</sup> die unverzügliche Veröffentlichung nach § 111c Abs. 1 AktG dahingehend, dass davon „in der Regel auch noch bei einer Veröffentlichung innerhalb einer Frist von spätestens vier Handelstagen auszu-gehen [ist], so wie es zum Teil in ähnlichen Regelungen im WpHG (et-

---

602 Bertus, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 53 f.; Ibrüg, ZHR 2017, 381, 385.

603 Vgl. nur ErwG. 1 Transparenz-RL und ErwG. 2 MAR.

604 Habersack, DB 2016, 1551, 1556.

605 Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 86.

wa § 33 WpHG) vorgesehen ist.“ Sofern allerdings eine Veröffentlichung nicht nach § 111c Abs. 1 AktG, sondern gem. § 111c Abs. 3 AktG nach Art. 17 Abs. 1 MAR stattfindet, „gelte der strengere Unverzüglichkeitsmaßstab des Artikels 17 Absatz 1 MMVO.“

c) Zwischenergebnis nach der systematischen Auslegung

Neben dem Wortlaut und der historischen Auslegung spricht auch der systematische Vergleich mit Art. 8 und 9 MAR, aber insbesondere mit der durch europäisches Richtlinienrecht vorgegebenen Vorschrift zur Beteiligungspublizität nach § 33 WpHG stark gegen ein Wissenselement und für ein rein objektives Eintreten der Ad-hoc-Publizitätspflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR. Lediglich aus Art. 17 Abs. 4 MAR und der denkbaren Kenntnis für eine Aufschubentscheidung lässt sich ein Wissenselement herleiten, dies kann allerdings, wie sogleich im Rahmen der teleologischen Auslegung zu zeigen sein wird, nicht auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden.

VI. Teleologische Auslegung

Die teleologische Auslegung ist auf europäischer Ebene insbesondere in der Rechtsprechung des EuGH von großer Bedeutung und geleitet vom Grundsatz der größtmöglichen Wirksamkeit des Unionsrechts.<sup>606</sup> Die Erwägungsgründe stellen dabei wiederum zentrale Orientierungspunkte dar.<sup>607</sup> Dabei nahm der EuGH insbesondere in den zur Ad-hoc-Publizität relevanten Entscheidungen *Geltl/Daimler* sowie *Lafonta* verstärkt auf die Erwägungsgründe zur Auslegung des Marktmissbrauchsrechts Bezug.<sup>608</sup> An kapitalmarkttheoretischen (z.B. Kapitalmarkteffizienzhypothese) oder

---

606 *Langenbacher*, in: dies. (Hrsg.), *Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht*, § 1 Rn. 14; *Veil*, in: *HdB Marktmissbrauchsrecht*, § 3 Rn. 36; *Wilhelmi/Kuschnereit*, *ZBB* 2018, 288, 291.

607 *Martens*, *Methodenlehre des Unionsrechts*, 2013, S. 463; *Veil*, in: *HdB Marktmissbrauchsrecht*, § 3 Rn. 36; differenziert *Riesenhuber*, in: *Europäische Methodenlehre*, § 10 Rn. 35, 38.

608 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 28, 33, 34, 48, 55 (*Geltl/Daimler*); EuGH, Urt. v. 11.3.2015, Az. C-628/13, Rn. 21, 22, 26, 36 (*Lafonta*).

empirischen Erkenntnissen (z.B. Behavioral Finance) hat sich der EuGH beim Eingehen auf die Erwägungsgründe bislang aber nicht orientiert.<sup>609</sup>

## 1. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Zuletzt spricht auch der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität, Insiderhandel zu unterbinden und für eine effiziente Marktpreisbildung zu sorgen, gegen die Anforderungen eines Wissenselements in Art. 17 Abs. 1 MAR.

Sofern keine Irreführung des Marktes zu befürchten ist, sollte die Ad-hoc-Pflicht so früh wie möglich und damit bereits bei objektivem Vorliegen der Insiderinformation beginnen und nicht von einem Wissenselement abhängen. Richtig ist zwar, dass die MAR in Art. 17 Abs. 4 eine Verzögerung der Veröffentlichung hinnimmt. Daraus zu schließen, dass eine Verzögerung durch ein Kenntniselement im Einklang mit den Zielen der MAR stünde,<sup>610</sup> verkennt den Regel- (Art. 17 Abs. 1 MAR) Ausnahme- (Art. 17 Abs. 4 MAR) Charakter der Ad-hoc-Pflicht.<sup>611</sup> Die Forderung von Wissen im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR wäre für die Erreichung der Ziele der MAR wenig hilfreich. So wäre ein Emittent mit einer schlechten Compliance-Organisation von der Ad-hoc-Pflicht befreit und wäre damit ggü. einem Emittenten, der hierfür Kosten aufwendet privilegiert.<sup>612</sup> Bei der Forderung von Wissen besteht dabei der (negative) Anreiz, das eigene Wissen in Grenzen zu halten.<sup>613</sup> Denkbar wäre sogar – vergleichbar den Konstellationen der vorsätzlichen Zugangsvereitelung – ein bewusstes Abschotten vom Informationszugang bzw. Löschen vorhandener Informationen.<sup>614</sup>

---

609 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 463; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 36.

610 So *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 55.

611 Dieses Verhältnis sieht so zu Recht die ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130, 13.07.2016, Rn. 52; kritisch *Krämer/Kiefner*, AG 2016, 621, 624 f.

612 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 15; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

613 *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 260; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 260 ff.

614 *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 260.

a) Der Anreiz der Wissensorganisation durch umfassende Zurechnung

Daher ist es sinnvoll, auf die Formulierung von ungeschriebenen und unklaren Wissensanforderungen zu verzichten. Vielmehr ist die umfassende Zurechnung jeglicher unternehmensinterner Informationen, eine daraus folgende objektive Publizitätspflicht und eine daran anknüpfende Haftung von sich heraus geeignet, einen Anreiz für eine effiziente Wissensorganisation zu schaffen.<sup>615</sup>

Unter dieser Prämisse lässt sich aus Art. 17 Abs. 1 MAR i.V.m. den nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen eine sog. „sekundäre Informationssystemeinrichtungspflicht“ entnehmen.<sup>616</sup> Sie entsteht nicht aus einer primären Pflicht, ein bestimmtes (Wissens-)Informationssystem einzurichten, sondern mittelbar aus dem faktischen Zwang der Haftungsvermeidung.<sup>617</sup> Nichts anderes gilt bei Normen wie etwa § 823 Abs. 1, Abs. 2 BGB oder § 1004 BGB. Die Normen verbieten nicht einen fahrlässigen oder risikoe erhöhenden Umgang mit den dort geschützten Rechtsgütern, die Verletzung einer Verkehrssicherungspflicht ist zunächst unschädlich.<sup>618</sup> Bei § 823 Abs. 1, 2 und § 1004 BGB führt erst der zusätzliche Eintritt des Erfolgs, also die Verletzung bzw. Beeinträchtigung eines geschützten Rechts(guts), zur Haftung.<sup>619</sup> Auch wenn § 1004 BGB mitunter vorbeugende Unterlassungsansprüche gewährt, besteht der Anspruch nicht sofort bei risikoe erhöhendem Verhalten, sondern setzt voraus, dass der Eintritt der befürchteten Störung alsbald zu erwarten ist.<sup>620</sup>

---

615 *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 260 ff.; dahingehend auch *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47.

616 Vgl. dazu im Folgenden *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 212; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 59 ff.; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 55 ff.; ähnlich auch *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 153 ff.

617 Vgl. *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18; *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 153 ff.; a.A. *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 86 f.

618 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 213; *Wilhelmi*, Risikoschutz durch Privatrecht, 2009, S. 213.

619 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 213.

620 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 213; *Thole*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2019, § 1004 Rn. 464.

So lässt sich etwa auch im Rahmen der Produkthaftung zwischen zwei „Compliance-Stufen“ unterscheiden.<sup>621</sup> Auf der ersten Ebene steht die Einhaltung der Produktsicherheit in Form von besonderen, öffentlich-rechtlichen Produktsicherheitsvorschriften, etwa dem Produktsicherheitsgesetz. Auf der zweiten Stufe steht die Einhaltung der Produktsicherheit im Sinne der Vorsorge, d.h. in Form von sinnvollen Verhaltensweisen, das Haftungsrisiko zu minimieren.<sup>622</sup> Dazu gehört dann alles was den Erfolgseintritt in Form der Verletzung eines geschützten Rechts(guts) vermeiden kann, also auch die Einrichtung von Informationssystemen.

So betont auch die kapitalmarktrechtliche Praxis, dass die Neuerungen in der MAR wegen deren komplexen Anforderungen zu einem erheblichen Anstieg von Rechtsermittlungs- und Compliance-Kosten führe. Es sei daher ein Compliance-System zur Gewährung normkonformen Verhaltens zu etablieren, „schon alleine um dem Vorwurf der ‚Leichtfertigkeit‘ entgegen zu können“.<sup>623</sup>

## b) Keine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Pflicht

Dass ein Wissenserfordernis zu einer erst später einsetzenden Ad-hoc-Pflicht führen kann, wird bisweilen mit dem Argument hingenommen, dass die Ad-hoc-Pflicht ansonsten zu weitgehend wäre, die Haftung ausufern und es auch andere Mittel wie § 93 Abs. 2 AktG gebe, um den pflichtvergessenden Vorstand zu sanktionieren.<sup>624</sup> Die Ansicht setzt somit die Ziele von Art. 17 Abs. 1 MAR und § 93 Abs. 2 AktG gleich und verkennt dabei, dass Art. 17 Abs. 1 MAR keine Corporate Governance-Funktion hat, sondern dies lediglich ein positiver Reflex von Art. 17 Abs. 1 MAR ist.<sup>625</sup> Die Haftung des Vorstands aus § 93 Abs. 2 AktG kann ebenso nur indirekt und reflexartig die effiziente Kapitalmarktpublizität sicherstellen. Sie verkennt auch, dass die Ad-hoc-Pflicht keine Bereichsausnahme (etwa für Compliance-Sachverhalte) kennt.

Bereits die erste europarechtliche Ad-hoc-Mitteilungspflicht in Art. 4 Abs. 2 i.V.m. Schema C Nr. 5 A Börsenzulassungsrichtlinie 79/279 ver-

---

621 *Lach/Ackermann*, in: Inderst/Bannenberg/Poppe (Hrsg.), *Compliance*, 4. Kap Rn. 988 f.

622 *Dies.*, in: Inderst/Bannenberg/Poppe (Hrsg.), *Compliance*, 4. Kap Rn. 989.

623 *Seibt*, in: Mülberr (Hrsg.), *Bankrechtstag 2017*, S. 81, 120 f.

624 *Koch*, AG 2019, 273, 284 f; siehe auch *Steinrück*, *Aufschub der Ad-hoc-Publizität*, 2018, S. 111.

625 Siehe dazu S. 118.



pflichtete Emittenten dazu, „neue erhebliche Tatsachen“ [...], zu veröffentlichen, die „zu einer beträchtlichen Änderung der Kurse ihrer Aktien führen können“. Sie sollte sicherstellen, dass der Kapitalmarkt (auch zwischen der Regelpublizität) über wichtige Unternehmensereignisse unverzüglich informiert wird.<sup>626</sup> Wenn man Beispiele wie die Ad-hoc-Pflicht bei schweren Erkrankungen und drohender Dienstunfähigkeit eines Vorstandsvorsitzenden betrachtet,<sup>627</sup> zeigt sich, dass sich die Pflicht auf alle nicht öffentlich bekannten Informationen aus allen denkbaren Lebenssachverhalten erstrecken kann, solange sie insbesondere kursrelevant sind. Letztlich würde unter Heranziehung einer Ausnahme bei Fällen des § 93 Abs. 2 AktG wieder ein nationales Verständnis die unionsrechtlich verordnete Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR bedingen. Daher ist eine Bereichsausnahme von der Ad-hoc-Publizitätspflicht in Fällen des § 93 Abs. 2 AktG abzulehnen.

c) Keine Ausdehnung der Wissenszurechnung

Die Aushöhlung der Ad-hoc-Pflicht durch den pflichtvergessenden und nichtwissenden Vorstand erkennt auch *Ihrig*<sup>628</sup>, der die These von Art. 17 Abs. 1 MAR als Wissensnorm<sup>629</sup> postuliert. Insbesondere der bei substanziellen Compliance-Sachverhalten häufig feststellbare Befund, dass der Rechtsverstoß durch nachgeordnete Mitarbeiter begangen wird, nimmt er zum Anlass, die Reichweite der Wissenszurechnung auszudehnen.

Wahrscheinlich würde man über ein ausgedehntes und weit interpretiertes Kriterium des „Wissenmüssens“ zu ähnlichen Ergebnissen kommen, wie wenn man davon ausgeht, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht rein objektiv bei Vorliegen der Insiderinformation eintritt. Insbesondere könnten so auch die Fälle einer schlechten Wissensorganisation durch umfassende Zurechnung vermieden werden. Gleichwohl lässt sich so ein Erfordernis wie dargelegt nicht belastbar herleiten. Es führt zu Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Reichweite der geschuldeten Organisation bzw. der Frage, wer die wissende Person sein kann. Vielmehr zeigt sich häufig, dass bei den geforderten Organisationspflichten aufgrund der

---

626 *Pellens*, AG 1991, 62, 63; *Heidmeier*, AG 1992, 110, 113.

627 Vgl. *Bayer*, in: FS Hommelhoff 2012, S. 87, 94 ff.; *Fleischer*, NZG 2010, 561, 566 ff.; *Schnorbus/Klormann*, WM 2018, 1069, 1075 ff.; oder aber entsprechend bei Profifußballern, vgl. *Fleischer/Chatard*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 101, 107 ff.

628 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 388.

629 *Ders.*, ZHR 2017, 381, 385.

ex-ante Betrachtung Wissen entweder vorhanden ist, weil die Wissensorganisation funktioniert hat, oder sie hat nicht funktioniert und Wissen wird zugerechnet.<sup>630</sup> Gerade bei Compliance-Verstößen hat die Informationsweiterleitung nicht funktioniert, sonst hätte der Verstoß in den meisten Fällen nicht unentdeckt bleiben und sich zu einem kursrelevanten Ereignis entwickeln können.<sup>631</sup> Folgt man zudem dem BGH, dass sich die Wissensorganisationspflichten auf das „typischerweise aktenmäßig festgehaltene Wissen“ erstrecken, so dürften alle Informationen, die unter Art. 7 MAR fallen, solch typischerweise aktenmäßig festgehaltenes Wissen sein.<sup>632</sup> Schließlich führen die in der MAR normierten Pflichten und Verbote zu einer besonderen Haftungsgefahr und daher herausragenden Bedeutung gerade dieser Art von Informationen. Daher ist fraglich, welchen Mehrwert eine umfassendere Wissenszurechnung hätte.

Daher sollte sich der sekundäre Anreiz zur Wissensorganisation nicht aus immer weiter und unklar ausgedehnten Wissensorganisationspflichten entsprechend der vom BGH postulierten Art Verkehrssicherungspflicht ergeben.<sup>633</sup> Stattdessen sollte auf ein Wissensmerkmal verzichten und allein der Anreiz aus Art. 17 Abs. 1 i.V.m. den Bußgeld- und Haftungsnormen bei objektivem Eintritt der Ad-hoc-Pflicht als ausreichend erachtet werden. Bei umfassender Ad-hoc-Publizitätspflicht ist davon auszugehen, dass der Emittent dann die Wissensorganisation bis zu dem Punkt ausdehnt, bei dem die Grenzkosten der Wissensorganisation den Grenzkosten der dadurch vermiedenen Haftung entsprechen.<sup>634</sup> Das wäre jedenfalls im Sinne einer Kosten-Nutzen-Analyse auch ökonomisch effizient.

Die Ziele der MAR lassen sich also besser erreichen, wenn man ein Wissenselement in Art. 17 Abs. 1 MAR ablehnt und die unklare Frage der Wissenszurechnung und ihrer unbestimmten Reichweite gar nicht stellt. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Pflicht sprechen im Ergebnis gegen ein Wissenserfordernis und für einen rein objektiven Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR bei objektivem Vorliegen der Insiderinformation.

---

630 *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 261.

631 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70; allgemein *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 260.

632 So etwa *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, S. 376 These 7.

633 So aber *Schneider*, Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 253 f.; dagegen *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 262.

634 *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 262.

## 2. Richtige Deutung von Art. 17 Abs. 4 MAR

Zuletzt gilt es das auch nach teleologischer Auslegung gefundene Ergebnis, das gegen ein Wissenselement spricht, mit dem festgestellten Befund<sup>635</sup> zu vereinbaren, dass die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR eine aktive Entscheidung und damit den notwendigen Wissen voraussetzt.

Die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR muss man als gesetzlich normiertes Anreizsystem verstehen,<sup>636</sup> die den Anreiz zur Informationssuche aus Art. 17 Abs. 1 MAR i.V.m. den Bußgeld- und Haftungsnormen verstärkt. Es handelt sich dabei nicht um eine Informationspflicht, sondern um eine Obliegenheit.<sup>637</sup> Obliegenheiten sind Verhaltensanforderungen, deren Erfüllung nicht einklagbar ist und deren Verletzung keine Schadensersatzpflicht auslöst, sondern die lediglich im eigenen Interesse liegen, um anderweitig rechtliche Nachteile zu vermeiden.<sup>638</sup> Sofern eine Insiderinformation objektiv vorliegt, kennt Art. 17 MAR nur zwei Wege, die Veröffentlichung oder den Aufschub. Die Bußgeldvorschriften sowie die Schadensersatzpflicht knüpfen die Sanktion an die unterbliebene Veröffentlichung an. Die unterbliebene Aufschubentscheidung ist nicht der Anknüpfungspunkt der Haftung, sondern ist unterlassene, aber nicht verpflichtende oder einklagbare Vorstufe.

Der Emittent verliert beim unterlassenen Aufschub zunächst als negative Folge nur die Sicherheit der Selbstbefreiung. Ebenso ist es gut möglich, dass eine Insiderinformation nie ans Licht der Öffentlichkeit gerät und diese ihre Qualität als Insiderinformation mit der Zeit von selbst verliert. Art. 17 Abs. 4 MAR ist jedenfalls auch deswegen keine Wissensnorm, denn Wissensnormen sind nur solche, die an das Vorliegen von Wissen oder Wissenmüssen tatbestandlich Rechtsfolgen knüpfen. Die Rechtsfolge des Art. 17 Abs. 4 wird nicht durch Wissen, sondern erst durch die aktive Aufschubentscheidung herbeigeführt. Das Übertragen des dem Art. 17 Abs. 4 MAR zugrundeliegenden notwendigen Wissenserfordernis auf Art. 17

---

635 Vgl. S. 153.

636 Vgl. *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 16 ff.; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 43; allgemein zur Anreizfunktion *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 212 ff.

637 Vgl. zur Bezeichnung von Anreizsystemen als Obliegenheiten *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 212.

638 *Teichmann*, in: Stürner (Hrsg.), Jauernig - Bürgerliches Gesetzbuch, § 254 Rn. 1; *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 19 Rn. 29.

Abs. 1 MAR, wäre ein mit Sinn und Zweck des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht zu vereinbarenden Zirkelschluss.<sup>639</sup> Art. 17 Abs. 4 MAR setzt zwar Wissen denknotwendig voraus, er vermittelt aber keine Pflicht zur Aufschubentscheidung und vorgelagerte Wissensorganisationspflichten kraft eines Wissenskriteriums.

Art. 17 Abs. 4 MAR als solches Anreizsystem zu sehen ist auch kein lediglich „lapidarer Hinweis“<sup>640</sup> der unvereinbar mit der Bedeutung der Aufschubentscheidung seit *Gelt/Daimler* ist. Die Auslegung fördert gerade die effiziente Kapitalmarktinformationsversorgung und würde die Rechtsprechung *Gelt/Daimler* völlig konterkarieren, wenn man nun über Art. 17 Abs. 4 MAR ein konstruiertes Wissenserfordernis des Vorstands als Bedingung für den Eintritt der Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen würde. Durch die Informationssuche mittels Anreizes hat der Emittent weiterhin die Chance, den insiderrechtlichen Geschehensablauf unter Kontrolle zu halten und kann insbesondere bei reputationsgefährdenden Compliance-Sachverhalten (sofern insbesondere die Geheimhaltung möglich ist) deren Auswirkungen durch richtigen Aufschub und aktive Maßnahmen gegensteuern oder durch frühzeitige Veröffentlichung die Haftungsgefahr reduzieren.

## VII. Gesamtergebnis nach der Auslegung

Art. 17 Abs. 1 MAR ist keine Wissensnorm. Es ergibt sich weder aus dem Wortlaut, einem systematischen Vergleich, noch nach dem Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht ein Wissenselement. Auch die historische Auslegung spricht gegen ein solches Erfordernis. Kenntnis, Kennenmüssen, bzw. Wissen- oder Wissenmüssen, oder (grob-) fahrlässige Unkenntnis, ist weder geschriebene noch ungeschriebene Voraussetzung des Art. 17 Abs. 1 MAR. Folglich fehlt der Anknüpfungspunkt für die Grundsätze der deutschen Wissenszurechnung bei juristischen Personen. Für das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht ist damit zunächst auch geklärt, dass die Organisationsverfassung des AktG nicht die europarechtliche, vollharmonisierend durch Verordnung geregelte Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR, durch eine vorgeschaltete nationale Wissenszurechnung bedingt.

---

639 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 19.

640 So aber *Koch*, AG 2019, 273, 280.

B. Reichweite des rein objektiven Art. 17 Abs. 1 MAR nach autonomer Auslegung

Art. 17 Abs. 1 MAR enthält wie festgestellt kein Wissenselement und damit ist Wissen, in welcher Form auch immer, nicht Bedingung für den Eintritt der Ad-hoc-Pflicht. Die Grundsätze der deutschen Wissenszurechnung bei juristischen Personen können nicht herangezogen werden und bedingen die Ad-hoc-Pflicht daher nicht. Dennoch muss geklärt werden, wann genau nach einer autonom unionsrechtlich zu bestimmenden Auslegung, die rein objektiv zu bestimmende Veröffentlichungspflicht eintritt. Insbesondere stellt sich die Frage, inwiefern sich aus Art. 17 Abs. 1 MAR eigene europarechtliche Organisationspflichten ergeben, deren Verletzung dann die Ad-hoc-Pflicht begründen. Sofern sich hier Grundsätze ableiten lassen, stellt sich die Folgefrage, welche Auswirkungen Art. 17 Abs. 1 MAR auf das nationale Gesellschaftsrecht hat.

I. Pflichten im Kriterium „möglich“

Zunächst soll hier auf das Kriterium „unverzüglich“ bzw. nach richtiger Auslegung „so bald wie möglich“ eingegangen werden und die dazu vertretene These von der „Irrelevanz der Wissenszurechnung“<sup>641</sup> sowie die daraus gefolgerten unionsrechtlichen Organisationspflichten erörtert werden. Insbesondere soll die in zeitlicher Reihenfolge für das Eintreten der Ad-hoc-Pflicht erste und damit relevanteste Pflicht, nämlich die Informationssuchpflicht, genauer untersucht werden. Im Anschluss ist das zweite Tatbestandsmerkmal, die Voraussetzung, dass die Information den Emittenten „unmittelbar betrifft“, zu untersuchen.

---

641 Klöbn, NZG 2017, 1285, 1288; Klöbn, in: KK-WpHG, § 15 Rn. 99 ff.; Klöbn, in: MAR, Art. 17 Rn. 13, 106 ff.

## 1. Die These von der Irrelevanz der Wissenszurechnung

Aus dem Lager der Gegner eines Wissenserfordernisses vertritt insbesondere Klöhn<sup>642</sup> und dem zustimmend auch andere<sup>643</sup>, dass das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ in Art. 17 Abs. 1 MAR ein Pflichtenprogramm normiere. Danach habe der Emittent „potenziell ad-hoc-pflichtige Informationen zu ermitteln, innerhalb des Unternehmens weiterzuleiten und gegebenenfalls aufzubewahren (zu speichern), auf ihre Veröffentlichungspflicht zu untersuchen und schließlich zu veröffentlichen“. Da der Emittent die Information nicht kennen müsse, ergäben sich aus der Norm nicht nur eine Veröffentlichungspflicht, sondern „Informationssuch-, -aufklärungs-, -weiterleitungs- und -analysepflichten“.<sup>644</sup> Unverzüglich sei dabei das einschränkende Kriterium, damit keine übertriebenen Anforderungen an den Emittenten gestellt würden. Dies sei aber – so Klöhn – kein Verschuldenselement, sondern eine Konkretisierung des Pflichteninhalts und bedeute nach altem wie nach neuem Recht eine Veröffentlichung „ohne schuldhaftes Zögern“. Art. 17 Abs. 1 MAR normiere daher Organisationspflichten, deren Reichweite aus der Compliance-Diskussion bekannt seien, weswegen Art. 17 Abs. 1 eine „Compliance-Dimension“ habe.<sup>645</sup>

Die Ad-hoc-Pflicht entsteht nach dieser Ansicht also bereits im Moment des objektiven Vorliegens, eine Veröffentlichungspflicht besteht aber erst im Moment des Verstoßes gegen die europarechtlich hergeleiteten Organisationspflichten. Die Ad-hoc-Pflicht ist also nach dieser Ansicht erst in dem Zeitpunkt verletzt, in dem der Emittent bei ordnungsgemäßer Organisation der Unternehmenskommunikation die Insiderinformation hätte finden und sodann veröffentlichen können.

Zunächst verstößt die Ansicht Klöhns gegen die unionsrechtskonforme Auslegung des Tatbestandsmerkmals „unverzüglich“.<sup>646</sup> Weiter ist der Verweis auf das (gerade nur pflichtkonkretisierende) Kriterium der Unverzüg-

---

642 Klöhn, NZG 2017, 1285, 1288; Klöhn, in: KK-WpHG, § 15 Rn. 99 ff.; Klöhn, in: MAR, Art. 17 Rn. 13, 106 ff.

643 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 42; Gaßner, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 74 f.; Kumpan/Misterec, ZBB 2020, 10, 16; Meyer, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 347; Schlitt/Mildner, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 363, 369 f.; Voß, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 93; in diese Richtung wohl auch: Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 258 f.

644 Klöhn, in: MAR, Art. 17 Rn. 106.

645 Ders., NZG 2017, 1285, 1288.

646 Siehe S. 137 ff.

lichkeit widersprüchlich. Die in § 121 Abs. 1 S. 1 BGB geregelte Pflicht tritt nach dem insoweit eindeutigen Wortlaut erst bei positiver Kenntnis ein, ein Kennenmüssen und damit Organisationspflichten bestehen dort gerade nicht.<sup>647</sup> Aus der Tatsache, dass es in § 121 Abs. 1 S. 1 BGB nur auf die Kenntnis ankommt, ergibt sich im Umkehrschluss, dass gerade keine Organisationspflichten geschuldet sind, denn dann hätte der Gesetzgeber das Merkmal „kennenmüssen“ gewählt.<sup>648</sup>

## 2. Die Informationssuchpflicht

### a) Meinungsstand

Den widersprüchlichen Verweis, dass in § 121 Abs. 1 S. 1 BGB keine Organisationspflichten geschuldet sind, erkennt etwa auch *Behn*.<sup>649</sup> Er vertritt grundsätzlich ein Eintreten der Ad-hoc-Pflicht bei objektivem Vorliegen der Information, folgert aber – unter Ablehnung eines Wissenserfordernisses – aus der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung, Organisationspflichten dahingehend, dass sich der Emittent die Insiderinformation ggf. auch zu beschaffen habe, und die Veröffentlichungspflicht nur eintrete, soweit ihm dies möglich und zumutbar sei. Das reiche jedoch nicht ins Unermessliche. Aufgrund des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit sei lediglich eine „Bemühenspflicht“ geschuldet.<sup>650</sup> Andere Vertreter einer objektiven Auslegung meinen, die Suchpflicht ende dort, wo man unter „geschäftüblichen Voraussetzungen Kenntnis hätte haben müssen“, wobei zwischen strengeren Anforderungen bei der Informationsgewinnung im Innenverhältnis und im Außenverhältnis differenziert wird.<sup>651</sup> Andere sehen ebenso die Gefahr der uferlosen Ausdehnung, meinen aber, dass eine Informationssuchpflicht bei effizienter Informationsweiterleitungspflicht

---

647 *Armbrüster*, in: MüKo-BGB, § 121 Rn. 6; *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 41 Rn. 25; *Rehberg*, in: BeckOGK| BGB, Stand 01.09.2021, § 121 Rn. 9 ff.; *Singer*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 121 Rn. 4.

648 *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170.

649 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 239 f.

650 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 240; ähnlich vorsichtig auch *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 77 f.; ähnlich auch *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 383; so auch *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 158 ff.

651 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 61 f.; ebenso *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 103 ff.

schon nicht notwendig sei.<sup>652</sup> Wiederum andere vertreten, die Suchpflichten endeten dort, wo die Grundlage angemessener Information entsprechend der nationalen Informationssuchpflichten nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG erreicht sei.<sup>653</sup> Das LG Stuttgart wiederum meint, den Emittenten treffe eine „genuine kapitalmarktrechtliche Verpflichtung, sich [...] Informationen – soweit möglich – zu besorgen.“<sup>654</sup> Wiederum andere meinen aus dem IKB-Urteil<sup>655</sup> eine Informationsbeschaffungspflicht herleiten zu können.<sup>656</sup>

## b) Stellungnahme

Auffällig ist dabei, dass die Gegner eines Wissenserfordernisses vermeintlich autonom europarechtlich hergeleitete Wissensorganisationspflichten aufstellen, die letztlich doch wieder den Grundsätzen der deutschen Wissenszurechnung des BGH entsprechen.<sup>657</sup> So sieht auch Klöhn<sup>658</sup>, dass nach seiner Auslegung Art. 17 Abs. 1 MAR „klassische Wissensorganisationspflichten“ statuieren. Wenn die Ad-hoc-Pflicht also in dem Moment beginnen soll, indem man die Information hätte finden können und damit die Suchpflicht verletzt hat, ist das letztlich alles wieder eine Frage von der Verletzung von Wissensorganisationspflichten und damit des Kriteriums „Wissenmüssen“. Dies zeigt sich praktisch auch dadurch, dass einige Stimmen, die entgegen Klöhn von einem Wissenserfordernis ausgehen, der Idee der „Compliance-Dimension“ von Klöhn explizit zustimmen.<sup>659</sup> Noch deutlicher wird der Widerspruch, wenn etwa das LG Stuttgart<sup>660</sup>

---

652 Veil/Brüggemeier, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 20 m. Fn. 44.

653 Bartmann, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 309 f.

654 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 174, siehe dazu noch vertieft S. 232 ff.

655 BGH, NZG 2012, 263 ff. (IKB).

656 Hellgardt, DB 2012, 673, 675; LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 239; LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 233; woh auch Poelzig, in: FS Hopt 2020, S. 943, 944.

657 So zu Recht der kritische Hinweis von Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 51 m. Fn. 2; Habersack, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 229, „nur [von] geringer praktischer Relevanz [...], ob diese Grundsätze [über die Wissensorganisation] dem nationalen Recht entstammen oder aus Art. 17 Abs. 1 MAR herzuleiten sind.“; ähnlich Kocher, NZG 2018, 1410, 1412; dahingehend auch Poelzig/Strobel, Jura 2020, 1082, 1089.

658 Klöhn, NZG 2017, 1285, 1288; Klöhn, in: MAR, Art. 17 Rn. 113.

659 So etwa Habersack, DB 2016, 1551, 1555; Sajnovits, WM 2016, 765, 769; Sajnovits, Financial-Benchmarks, 2018, S. 240.

660 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 158, 177 ff.



vertritt, die Ad-hoc-Pflicht setze keine Kenntnis von der Insiderinformation voraus, sondern trete rein objektiv mit Vorliegen der Information im Tätigkeitsbereich des Emittenten ein, dann aber untersucht, inwiefern dem Emittenten Wissen zugerechnet werden kann.

c) Zwischenergebnis

Es hat sich der erste Eindruck bestätigt, dass es sich bei den geforderten Informationspflichten, insbesondere der Informationssuchpflicht, um nichts anderes handelt als die Grundsätze der Wissenszurechnung nach dem BGH, nur eben losgelöst von einem konkreten Wissensmerkmal als vermeintlich verobjektivierte, autonom europarechtlich hergeleitete Pflichten, entsprechend einem Wissenmüssen.

3. Kritik an der Informationssuchpflicht in der Literatur

Die Informationssuch- und Beschaffungspflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR in dem Sinne, wie sie insbesondere *Klöbn*<sup>661</sup> im Merkmal „unverzüglich“ festmacht, stößt daher in der Literatur zu Recht auf Kritik. Sie ergebe keinen Sinn und es würden zu weitreichende Pflichten in den Wortlaut hineininterpretiert.<sup>662</sup> Ein „Zögern“ könne sich nur auf die Veröffentlichung der als solchen erkannten Insiderinformation und nicht auf ein anlasslos zu betreibendes Wissensmanagement beziehen.<sup>663</sup> Dabei geht die Gemeinsamkeit schon wieder auseinander, denn einerseits sei – so eine Ansicht – eine Veröffentlichung immer „möglich“, wenn sie irgendeinem Unternehmensangehörigen bekannt sei.<sup>664</sup> Die andere Seite vertritt hingegen, es gebe keine einheitliche Verkehrserwartung des Kapitalmarkts, frenetisch und möglicherweise in weit verzweigten Unternehmensnetzen nach Insiderinformationen Ausschau zu halten.<sup>665</sup> Zudem entstehe dadurch zusätz-

---

661 *Klöbn*, NZG 2017, 1285, 1288.

662 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 121; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1426 f.; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR 50 ff.; *Koch*, AG 2019, 273, 277.

663 Ebenso nur auf die Veröffentlichungspflicht beziehend *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 14 Rn. 39.

664 *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89.

665 *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427.

lich seit der Rechtsprechung Geltl/Daimler eine nicht zu rechtfertigende Vorverlagerung der Ad-hoc-Pflicht.<sup>666</sup>

Die Kritik deckt sich mit dem Befund, dass die meisten Kapitalmarktinformationspflichten keine Vorgaben zur Informationssuche enthalten. Sofern wie in § 33 ff. WpHG ausnahmsweise ein „Wissenmüssen“ normiert ist und damit Organisationspflichten bestehen, ist dann jedenfalls nicht vorgegeben, wie die Informationsgewinnung stattzufinden hat.<sup>667</sup> Nach den Kritikern der Informationssuchpflicht ist „unverzüglich“ bzw. „so bald wie möglich“ in Art. 17 Abs. 1 MAR jedenfalls nur pflichtkonkretisierend, nicht pflichtbegründend und meint den Zeitpunkt ab dem Kennen der Information.

#### 4. Nähere Untersuchung der Informationssuchpflicht

Die Kritik ist berechtigt, allerdings ist der Befund nicht neu, denn auch die Vertreter eines Wissenserfordernisses geben dem Merkmal „unverzüglich“ eine Doppeldeutigkeit in ein Verschulden bei Kennenmüssen und (kumulativ!) der unterlassenen rechtzeitigen Veröffentlichung nach Kenntniserlangung. Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass jede Publizitätspflicht die Einrichtung eines Systems zur Selbstinformation mit sich bringt, damit die Publizitätspflicht überhaupt erfüllt werden kann.<sup>668</sup> Die unterschiedlichen Auffassungen an die Reichweite der Organisationspflichten in Art. 17 Abs. 1 MAR zeigen aber bereits, dass das Merkmal „unverzüglich“ oder „möglich“ ohne nähere Vorgabe nicht geeignet ist, konkrete Organisationspflichten im Sinne eines umfassenden Wissensmanagements festzulegen, deren Verletzung dann die Mitteilungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR auslösen sollen.

---

666 So *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427; implizit auch *Koch*, AG 2019, 273, 282.

667 Vgl. S. 158 f., 184 f., im Übrigen auch *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 46 ff.; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 43 ff.

668 Bezogen auf Art. 17 Abs. 1 MAR *Nietsch*, ZIP 2018, 1421 ff.; unter § 15 WpHG a.F.: *Lebberz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 91 ff.; *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18 ff.; allgemein: *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 88.

a) Compliance-Dimension

Zunächst soll der Vergleich von Art. 17 Abs. 1 MAR mit der „Compliance-Dimension“ genauer untersucht werden, um die Frage zu klären, ob sich aus Art. 17 Abs. 1 MAR tatsächlich konkrete Organisationspflichten herleiten lassen. Insbesondere besteht hier der Eindruck, dass Pflichten aus anderen Normen auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden, die dazu nicht passen. Die in der Literatur vorgeschlagenen Informationsorganisationspflichten suggerieren dabei eine Parallele zu spezialgesetzlichen Compliance-Vorschriften. Mit dem Kriterium „möglich“ und einer Informationssuchgrenze im Rahmen dieser Organisationspflichten, bestehen wiederum auch Ähnlichkeiten zur Legalitätskontrollpflicht. Dies wird dadurch verdeutlicht, dass eine Parallele von Art. 17 Abs. 1 MAR zur „allgemeinen Compliance-Diskussion“<sup>669</sup> gezogen wird und der Versuch unternommen wird, Verhältnismäßigkeitsgrenzen im Rahmen des Merkmals „möglich“ zu finden. Deshalb sollen die Grenzen der Compliance-Pflicht näher dargestellt werden, um zu zeigen, dass sich ein Vergleich nicht für eine Grenzziehung einer vermeintlichen Suchpflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR anbietet.

aa) Vergleich mit speziellen Compliance-Anforderungen

In erster Linie ist Compliance verpflichtend dort geschuldet, wo sie spezialgesetzlich ausdrücklich angeordnet ist. Dem Vorstand steht kein Ermessen zu, soweit das Gesetz zwingend erforderliche Organisationspflichten statuiert.<sup>670</sup> Dies gilt etwa für die im Kapitalmarkt- bzw. anderen wirtschaftsrechtlichen Bereichen relevanten Compliance-Pflichten wie § 80 ff. WpHG, insbesondere § 80 Abs. 13, § 25a ff. KWG, insbesondere § 25 Abs. 1 Nr. 3 lit. c) KWG oder §§ 26 ff. VAG, insbesondere § 29 Abs. 1 VAG bzw. den ihnen zugrundeliegenden europäischen Rechtsakten.<sup>671</sup>

Man könnte also sagen, die Ad-hoc-Pflicht entsteht in dem Moment, indem eine gesetzlich konkret festgelegte Organisationspflicht verletzt wird. Ein systematischer Vergleich solcher Normen mit Art. 17 Abs. 1 MAR spricht jedoch gegen eigene Compliance-Anforderungen für Emittenten, deren Verletzung die Ad-hoc-Pflicht begründen könnte.

---

669 Klöhn, NZG 2017, 1285, 1288.

670 Paefgen, WM 2016, 433, 437.

671 Ders., WM 2016, 433, 437.

Systematisch betrachtet enthält auch die MAR an anderen Stellen sehr wohl explizite Organisationspflichten.<sup>672</sup> So verpflichtet Art. 16 Abs. 1 MAR Marktbetreiber und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, Systeme und Verfahren zur Vorbeugung und Aufdeckung von Insidergeschäften, Marktmanipulation, versuchten Insidergeschäften und versuchter Marktmanipulation zu schaffen und aufrechtzuerhalten. Art. 16 Abs. 2 MAR verpflichtet Personen, die beruflich Geschäfte vermitteln, wirksame Regelungen, Systeme und Verfahren zur Aufdeckung und Meldung von verdächtigen Aufträgen und Geschäften zu schaffen und aufrechtzuerhalten. Bei begründetem Verdacht auf verdächtige Aufträge und Geschäfte ist dies der zuständigen Behörde unverzüglich mitzuteilen. Solche Organisationspflichten fehlen jedoch allgemein für Emittenten.<sup>673</sup> Organisationspflichten für Emittenten finden sich hingegen etwa in Art. 18 Abs. 1 MAR mit der Pflicht zur Aufstellung von Insiderlisten sowie in Abs. 2 Organisationspflichten bzgl. der Aktualisierung dieser Listen und einer insiderrechtlichen Belehrung von auf der Insiderliste erfassten Personen. Art. 9 Abs. 1 lit. a) MAR enthält zudem die Obliegenheit für juristische Personen zur Einrichtung von Compliance-Strukturen wie Informationsbarrieren, die die Vermutung eines unbefugten Nutzens in Art. 14, 8 MAR entfallen lässt.<sup>674</sup> Letztere sind ausdrücklich normierte Formen der sog. „negativen Wissensorganisation“<sup>675</sup>.

Die lediglich noch in Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR zu findenden Vorgaben für Emittenten regeln nur allgemein die Art und Weise der Veröffentlichung und Zugänglichmachung von Insiderinformation. Daraus lassen sich keine weitergehenden Schlüsse auf die der Veröffentlichung vorgelagerten Informationsorganisationspflichten, insbesondere der Informationssuchpflicht ziehen. Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet den Emittenten daher nicht ausdrücklich zu einer vorbeugenden Informationssuche.

---

672 Ebenso auch mit Bezügen zur MAD *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 309.

673 Dies müssen auch *Walla/Knierbein*, WM 2018, 2349, 2351 m. Fn. 23 eingestehen.

674 Näher *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 401 ff.; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 56.

675 *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 24.

bb) Herleitung aus der „Kapitalmarkt-Compliance“

Eine eigene „Compliance-Dimension“ kann auch Art. 17 Abs. 1 MAR nicht enthalten, weil sie dem Kapitalmarktrecht entstammt und Teil einer spezielleren „Kapitalmarkt-Compliance“ ist. Zwar bestehen im Kapitalmarktrecht gesteigerte Vertraulichkeitsanforderungen oder es bedarf einer schnelleren Entscheidungsfindung aufgrund „unverzüglicher“ (bzw. hier, „so bald wie möglich“) Mitteilungspflichten.<sup>676</sup> Dies soll zu einer weiteren Vertiefung des Grabens zwischen börsennotierter- und nicht börsennotierter Gesellschaft führen.<sup>677</sup> Gleichwohl gibt es auch für nicht börsennotierte Gesellschaften nicht die „eine“ Compliance-Pflicht, sondern die Ausgestaltung des Compliance-Systems richtet sich abseits spezifischer Vorgaben immer nach den Umständen des Einzelfalls und der jeweiligen Risikoexposition des Unternehmens und steht im Ermessen des Vorstands. Es besteht außerhalb speziell angeordneter Bereiche kein Unterschied zwischen der Allgemeinen- und der „Insider oder Emittenten-Compliance“.

cc) Zwischenergebnis

Im Ergebnis reiht sich Art. 17 Abs. 1 MAR vielmehr in die Vielzahl einzelner Regelungen ein, deren Beachtung der Vorstand bereits im Rahmen seiner bestehenden gesellschaftsrechtlichen Compliance-Pflicht zu organisieren hat. Es sprechen daher die besseren Gründe dafür, für die Einhaltung von Art. 17 Abs. 1 MAR keine autonomen, europarechtlichen Compliance-Anforderungen herzuleiten, sondern auf die allgemeine Compliance-Pflicht nach nationalem Gesellschaftsrecht zurückzugreifen.

dd) Informationssuchgrenze im Gesellschaftsrecht

Ebenso ist aber fraglich, ob aus der allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Compliance Parallelen bzw. Erkenntnisse für Art. 17 Abs. 1 MAR gezogen werden können. Gesellschaftsrechtlich entstammt die Informationssuchpflicht des Vorstands seiner allgemeinen Sorgfaltspflicht. Nur wenn der Vorstand die Informationsgewinnung irgendwie organisiert, etwa indem

---

676 *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 91 ff.; *Racky/Fehn-Claus*, in: *Szesty/Kuthe* (Hrsg.), *Kapitalmarkt Compliance*, 2. Kap. Rn. 24.

677 *Krämer/Heinrich*, in: *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015*, S. 23, 36.

er ein Informationssystem für die Gesellschaft einrichtet, kann die Informationsweitergabe im Rahmen von gesetzlichen Publizitätspflichten nach außen rechtzeitig erfolgen.<sup>678</sup> Auf diese Suchpflicht geht die Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG näher ein. Eine Pflichtverletzung des Vorstands liegt im Innenverhältnis ggü. der Gesellschaft nicht vor, wenn eine unternehmerische Entscheidung u.a. auf Grundlage angemessener Information getroffen wurde. Angemessen bedeutet, dass sich der Vorstand eine Tatsachenbasis verschafft, indem er alle zu Verfügung stehenden Erkenntnisquellen, unter Berücksichtigung des Faktors Zeit und unter Abwägung der Kosten und Nutzen, im Rahmen des Zumutbaren ausschöpft.<sup>679</sup> Die Suchpflicht entspringt also der Sorgfaltspflicht, welche wiederum bei unternehmerischen Entscheidungen tatbestandlich durch die Business Judgement Rule begrenzt ist.

Konkret führt die Gesetzesbegründung zum UMAG auf: „Welche Intensität der Informationsbeschaffung im Sinne der Norm ‚angemessen‘ ist, ist anhand des Zeitvorlaufs, des Gewichts und der Art der zu treffenden Entscheidung und unter Berücksichtigung anerkannter betriebswirtschaftlicher Verhaltensmaßstäbe von ihm ohne groben Pflichtenverstoß zu entscheiden. Keinesfalls zielt der Entwurf darauf, dass durch routinemäßiges Einholen von Sachverständigengutachten, Beratervoten oder externe Marktanalysen eine rein formale Absicherung stattfindet.“<sup>680</sup> Kann diese Suchgrenze des Vorstands also auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden?

### (1) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätspflicht

Gegen eine Übertragung dieser Suchpflicht bzw. tatbestandlichen Grenze der Informationssuche von § 93 Abs. 1 S. 2 AktG auf Art. 17 Abs. 1 MAR spricht, dass die Ad-hoc-Pflicht keine unternehmerische Entscheidung des Vorstands, sondern eine an die Gesellschaft gerichtete, gesetzliche Pflicht ist. Unternehmerische Entscheidungen sind infolge ihrer Zukunftsbezogenheit durch Prognosen und nicht justiziable Einschätzungen geprägt. Dies unterscheidet sie von der Beachtung gesetzlicher, satzungsg-

---

678 Vgl. *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 302; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 74; *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641 f.; dahingehend auch *Walla/Knierbein*, WM 2018, 2349, 2351 m. Fn. 23.

679 BGH, NZG 2017, 116, Rn. 34; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 55.

680 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 12.

mäßiger oder anstellungsvertraglicher Pflichten ohne tatbestandlichen Beurteilungsspielraum.<sup>681</sup>

Im Gegensatz zur Informationsbeschaffung für unternehmerische Entscheidungen im Innenverhältnis, handelt es sich bei Art. 17 Abs. 1 MAR um eine rechtlich gebundene Entscheidung im Außenverhältnis. Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten sind Pflichten im Außenverhältnis, für deren Einhaltung der Vorstand aufgrund seiner Legalitätspflicht zu sorgen hat, etwa indem er ein Informationssystem einrichtet, damit die Gesellschaft die sie treffenden Publizitätspflichten erfüllen kann.<sup>682</sup> Zwar kann auch die Ad-hoc-Pflicht mit deutlichen Unsicherheiten behaftet sein (insbesondere die Merkmale präzise Information und Kursbeeinflussungspotential des Art. 7 MAR) welche eine rechtliche Prognose des Vorstands erfordert (dazu noch aus dem Blickwinkel eines verständigen Anlegers<sup>683</sup>), wie sie auch bei unternehmerischen Entscheidungen der Fall ist.<sup>684</sup> Der deutsche Gesetzgeber hat allerdings ausdrücklich festgelegt, dass die Business Judgement Rule nicht für rechtlich gebundene, sondern nur für unternehmerische Entscheidungen gilt.<sup>685</sup> Die Verletzung sonstiger Pflichten wie Treuepflichten, Informationspflichten, sonstige allgemeine Gesetzes- und Satzungsverstöße fallen nicht unter die haftungstatbestandliche Freistellung, sondern können nur zu einem möglicherweise fehlenden Verschulden führen.<sup>686</sup>

Die Frage also, ab welchem Zeitpunkt der Vorstand die Informationspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR verletzt, weil er die Information hätte finden können und welche Grenze seine Informationsbeschaffungspflicht hat, wäre nach gesellschaftsrechtlicher Beurteilung keine tatbestandliche Frage pflichtgemäßen Vorstandsverhaltens, konkret der Einhaltung der aus der Sorgfaltspflicht abgeleiteten Informationsorganisationspflicht des § 93 Abs. 1 AktG, sondern wäre im Bereich des Verschuldens zu erörtern. Die gesellschaftsrechtliche Parallele eignet sich daher nicht für die Herlei-

---

681 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 11.

682 *Krämer/Gillessen*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung, § 32 Rn. 32.101; *Reinbart*, Die Legalitätspflicht des Vorstands einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, 2019, S. 304 f.; *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641; kritisch *Kuschmeyer*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 84 f.

683 Zu Recht daher kritisch *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1084 f.; *Veil*, AG 2006, 690, 691 ff.

684 *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 414 f.

685 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 11; kritisch *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 415 ff.; *Bachmann*, WM 2015, 105, 108 f.

686 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 11.

tung einer tatbestandlichen Suchpflicht bzw. deren Grenze im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern spricht eher dafür, diese Frage im Verschulden der an Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfenden Bußgeld- und Haftungsnormen zu klären.

## (2) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätskontrollpflicht

Die Einhaltung von Art. 17 Abs. 1 MAR durch den Vorstand als reine Frage einer gebundenen Entscheidung im Rahmen der Legalitätspflicht, deren Verletzung im Verschulden zu erörtern ist, erscheint dabei nicht zwingend. Der Übergang von Legalitätspflicht zur Legalitätskontrollpflicht kann fließend sein.<sup>687</sup>

Einerseits lässt sich über eine extensive Auslegung oder analoge Anwendung der Business Judgement Rule auf rechtlich gebundene Entscheidungen bei unsicherer Rechtslage nachdenken.<sup>688</sup> Denkbar ist andererseits auch, dass die zur Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht notwendige, auszugestaltende Informationsgewinnung einer unternehmerischen Entscheidung entspricht, weil es um die Frage geht, „wie“ die Compliance (im Sinne der Informationssuche zur Einhaltung des Art. 17 Abs. 1 MAR) ausgestaltet ist.<sup>689</sup> Viele den Kurs von Aktien negativ beeinflussende ad-hoc-pflichtige Sachverhalte aus dem Spektrum der Compliance-Verstöße werden beispielsweise auch schon unter das nach § 91 Abs. 2 AktG geschuldete Risikomanagementsystem fallen. Schließlich gehören zu den bestandsgefährdenden Risiken etwa Unrichtigkeiten der Rechnungslegung und Verstöße gegen gesetzliche Vorschriften, die sich auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft oder des Konzerns wesentlich auswirken.<sup>690</sup> Die Ausgestaltung des Frühwarnsystems („wie“) ist Teil der Legalitätskontrolle und steht wiederum im Ermessen des Vorstands.<sup>691</sup>

Die notwendige Informationsgewinnung und -verarbeitung zur Erfüllung von Art. 17 Abs. 1 MAR, weist mangels ausdrücklicher Pflichtenan-

---

687 Statt aller *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 91.

688 *Bachmann*, WM 2015, 105, 108 f.; *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 93 Rn. 16; *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 414 ff.; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085.

689 Allgemein etwa *Paefgen*, WM 2016, 433, 436; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 115.

690 Begr. RegE KonTraG, BT-Drs, 13/9712, S 15; *Wendel*, CCZ 2008, 41, 47.

691 Begr. RegE KonTraG, BT-Drs, 13/9712, S 15; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 90.



ordnung in Art. 17 Abs. 1 MAR also eine Parallele mit dem Organisationsermessen im Rahmen des § 91 Abs. 2 AktG, aber auch der Such- und Aufklärungspflicht auf, die der Vorstand im Rahmen seiner allgemeinen Legalitätskontrollpflicht schuldet.<sup>692</sup> Auf die Legalitätskontrollpflicht des Vorstands wird ebenso die Business-Judgement-Rule des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG angewendet.<sup>693</sup>

Gegen diese Überlegungen spricht, dass Art. 17 Abs. 1 MAR aber keine Compliance-Pflicht enthält oder eine spezifische Compliance-Norm ist, sondern eine allgemeine Gebotsnorm, die im Rahmen der allgemeinen Compliance zu beachten ist.<sup>694</sup> Noch entscheidender dürfe aber sein, dass die Ad-hoc-Pflicht, § 91 Abs. 2 AktG und die allgemeine Legalitätskontrolle zwar Parallelen aufweisen, die Ad-hoc-Pflicht aber nicht zum Zweck hat, bestandsgefährdende Risiken zu erkennen oder Rechtsverstöße zu entdecken, abzustellen und zu vermeiden, sondern für Anlegerschutz und Marktfunktionieren zu sorgen.<sup>695</sup> Selbst wenn man aber eine Informationssuche im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR als Frage der Legalitätskontrolle oder auch nur allgemein als entsprechende unternehmerische Entscheidung erörtert, besteht dann wieder der in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG angelegte ausdrückliche Maßstab des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters. Ein entsprechender Maßstab, etwa der einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation in § 25a Abs. 1 KWG, enthält Art. 17 Abs. 1 MAR nicht.

Zuletzt würde, und das dürfte entscheidend sein, die Argumentation aus der nationalen Compliance-Diskussion dazu führen, dass das deutsche Verständnis von Informationssuchpflichten und Legalitätskontrolle des Vorstands, unzulässig zur Auslegung des europäischen Kapitalmarktrechts herangezogen wird, was bereits bei der Heranziehung „autonomer, europäischer“ Wissensorganisationspflichten der Fall ist.

---

692 Vgl. *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 275.

693 Vgl. *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 115; *Paefgen*, WM 2016, 433, 436.

694 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 275.

695 Vgl. *ders.*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 275.

ee) Ergebnis zur Compliance-Dimension

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass Art. 17 Abs. 1 MAR kein klarer Pflichtenmaßstab im Kriterium des „Möglichen“ zu entnehmen ist, der auf den tatbestandlichen Beginn der Ad-hoc-Pflicht bei Verletzung einer Informationssuchpflicht hinausläuft. Der Vergleich von Art. 17 Abs. 1 MAR sowohl mit speziellen Compliance-Normen, als auch mit der Compliance-Pflicht des Vorstands ergibt, dass Art. 17 Abs. 1 MAR keine spezielle „Compliance-Dimension“ zukommt. Die Frage von Informationssuchpflichten, welche im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR aufgeworfen werden und deren Verletzung die Ad-hoc-Pflicht beginnen lassen soll, wäre jedenfalls aus gesellschaftsrechtlicher Sicht keine tatbestandliche Frage pflichtgemäßen Verhaltens des Vorstands, sondern entsprechend der gesetzgeberischen Wertung, eine Frage des Verschuldens der Verletzung gesetzlicher Informationspflichten. Abseits der nicht möglichen Übertragung nationalrechtlicher Wertungen eignet sich die Übertragungen des Gedankens einer „Compliance-Dimension“ daher schon nicht, Grenzen zu konkretisieren, deren Überschreitung kapitalmarktrechtlich den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR auslösen soll.

Die weiteren Erörterungen sollen aufzeigen, warum auch unabhängig von der Betrachtung aus der Compliance-Perspektive, die Verortung der geforderten Organisationspflichten im Verschulden vorzugswürdig ist.

b) Einordnung der Informationssuchpflichten als Frage des Verschuldens

Die bisherigen Feststellungen haben gezeigt, dass der Pflichtenmaßstab keine ausdrückliche gesetzliche Normierung erfahren hat. Auch eine Parallele zu Organisationspflichten aus dem Bereich Compliance bietet sich hier nicht an. In der Folge ist Art. 17 Abs. 1 MAR nicht zu entnehmen, wann die Ad-hoc-Pflicht beginnt. Gesellschaftsrechtlich handelt es sich um eine gebundene Entscheidung des Vorstands, die im Innenverhältnis als Frage des Verschuldens erörtert werden muss.

Auch Koch<sup>696</sup> stellt fest, dass die geforderten Organisationspflichten der Informationssuche, wenn nicht explizit angeordnet, üblicherweise im Tatbestandsmerkmal „Kennenmüssen“ dogmatisch verordnet werden. Seine Folgerung daraus ist aber, dass Wissen dann eben ungeschriebenes Tatbe-

---

696 Koch, AG 2019, 273, 276; zustimmend Kumpan/Grütze, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 81, 85.

standsmerkmal sein müsse. Dies begründet Koch zum einen mit dem Rückschluss aus der aktiven, Wissen voraussetzenden Aufschubentscheidung des Art. 17 Abs. 4 MAR.<sup>697</sup> Zum anderen baut die Argumentation auf der Vermeidung unerwünschter und ausufernder Rechtsfolgen durch Ausdehnung der Ad-hoc-Publizitätspflicht aus, welche Koch als „juristisches Monster“ bezeichnet.<sup>698</sup>

Für den Ansatz Kochs spricht die Tatsache, dass er das Wissenserfordernis aus der Systematik zwischen Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR herleitet. Die besseren Gründe sprechen aber dafür die Argumentation als zirkelschlüssig abzulehnen.<sup>699</sup> Wie gezeigt kann aus Art. 17 Abs. 1 MAR kein Wissenselement hergeleitet werden.<sup>700</sup> Außerdem ist diese rein folgenorientierte Auslegung davon geprägt, dass sie versucht, die Probleme, die eine nationale Haftungsnorm hervorruft, dadurch zu lösen, dass diese nationale Norm die Auslegung von europäischem Recht bedingen soll. Dass der Emittent nach Informationen sucht, lässt sich wie gezeigt aus der Anreizfunktion des Art. 17 Abs. 1 MAR i.V.m den Bußgeld- und Haftungsnormen bzw. aus dem gesetzlich normierten Anreizsystem des Art. 17 Abs. 4 MAR ableiten.

Mit Ausnahme der Vertreter, die wirklich nur positive Kenntnis des Vorstands genügen lassen wollen,<sup>701</sup> lassen die Vertreter der objektiven Auslegung und die Vertreter eines Wissenselements die Ad-hoc-Pflicht des Emittenten in dem Falle eintreten, in dem der Emittent die Information hätte finden und veröffentlichen können. Das entspricht alles dem, was üblicherweise unter die an das Tatbestandsmerkmal „Wissenmüssen“ bzw. „Kennenmüssen“ und die daran geknüpften Organisationspflichten fällt. Daher soll dieses Merkmal zunächst näher untersucht werden, um den dogmatisch richtigen Platz der in der Literatur geforderten Organisationspflichten aufzuzeigen.

---

697 Siehe S. 153.

698 Koch, AG 2019, 273, 276, 281 ff.; ähnlich kritisch Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 30 ff.

699 Siehe S. 166.

700 Siehe S. 135 ff.

701 Insbesondere: Grigoleit, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 48 f.; Koch, AG 2019, 273, 275 ff.; Leyendecker-Langner/Kleinhenz, AG 2015, 72, 76; wohl auch Liebscher, ZIP 2019, 1837, 1848.

aa) Wissenszurechnung in Abgrenzung zum Wissenmüssen als Organisationspflichten

„Wissenmüssen“ ist zunächst von der Wissenszurechnung zu unterscheiden, obwohl letztlich beides als die „Grundsätze der Wissenszurechnung“ verstanden wird.<sup>702</sup> Bei der eigentlichen Wissenszurechnung geht es darum, tatsächlich vorhandenes Wissen einer Person einer anderen zuzurechnen, mithin um die Weiterleitung und Einspeicherung von Wissen.<sup>703</sup> Bezugspunkt ist also die wissende Person. Wissenszurechnung meint die Gleichstellung zweier Subjekte, etwa Wissen des Vorstands bedeutet Wissen der Gesellschaft,<sup>704</sup> weil der eine nach den Wertungen der Rechtsordnung, das Risiko des Wissens des anderen tragen soll. Ausdrücklich ist dies gesetzlich nur bei § 166 Abs. 1 BGB und §§ 2 Abs. 3 und 70 VVG geregelt. Die so verstandene Wissenszurechnung ist daher dogmatisch im Tatbestandsmerkmal „Wissen“ oder „Kenntnis“ einzuordnen.

Beim Wissenmüssen geht es nicht darum tatsächlich vorhandenes Wissen zuzurechnen, sondern darum, Wissen zu fingieren oder zu unterstellen. „Wissenmüssen“ ist ein Begriff, der sich zwischen „Wissen“ und „Wissenkönnen“ einordnet.<sup>705</sup> Er setzt sich zusammen aus der Definition des Gegenstands der geforderten Kenntnis und den Anforderungen, die der Verkehr an die erforderliche Sorgfalt stellt, diese Kenntnis zu erlangen.<sup>706</sup> Gemeinsam mit dem Wissenkönnen besteht beim Wissenmüssen die Möglichkeit der Kenntniserlangung, es besteht beim Wissenmüssen aber die Pflicht, diesen Wissensstand zu erlangen.<sup>707</sup> Wissenmüssen meint also einen Verstoß gegen Organisations- oder Sorgfaltspflichten und ist eine Frage der individuellen Verantwortlichkeit für die unterbliebene Suche oder Abfrage von Informationen.<sup>708</sup> Bezugspunkt ist dabei die nicht wissende Person. Ihr wird der Vorwurf der Verletzung der Wissensorganisationspflicht gemacht.

---

702 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 34.

703 *Taupitz*, in: *Karlsruher Forum* 1994, S. 16, 29.

704 *Ders.*, in: *Karlsruher Forum* 1994, S. 16, 18.

705 *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 14.

706 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 60; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 14.

707 *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 14.

708 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 33; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170, 178; *Taupitz*, in: *Karlsruher Forum* 1994, S. 16, 17 f.

bb) Übertragung der Wissensorganisation auf Art. 17 Abs. 1 MAR

Jede Publizitätspflicht setzt auch ohne nähere Pflichtenausgestaltung voraus, dass zu deren Erfüllung ein System zur Selbstinformation organisiert wird.<sup>709</sup> Wenn aber davon gesprochen wird, dass Art. 17 Abs. 1 MAR eine (ungeschriebene) Informationssuchpflicht normiere, die schuldhaft verletzt werde, sobald die Veröffentlichung möglich gewesen wäre, oder davon, dass die Ad-hoc-Pflicht davon abhinge, inwiefern sich der Emittent die Information beschaffen könne oder davon wissen musste, dann wird deutlich, dass das nichts anderes als der individuelle Vorwurf der Verletzung der Informationssuche und -Abfrage und damit die Frage nach dem Wissenmüssen ist.

In der deutschen Rechtsordnung ist Wissenmüssen eine Frage des schuldhaften Verhaltens in Form von Fahrlässigkeit.<sup>710</sup> Das wird einerseits durch die Legaldefinition von „kennen musste“ als „infolge von Fahrlässigkeit nicht kannte“ in § 122 Abs. 2 BGB deutlich. Zudem enthält Wissenmüssen, wie dargestellt, den individuellen Vorwurf des Nichtwissens aufgrund mangelhafter Organisation im Umgang mit Informationen.<sup>711</sup> Auch der europäische Gesetzgeber äußert sich in Erwägungsgrund 11 der Wertpapiertransparenz-DurchführungsRL 2007/14/EG in Bezug auf die Veröffentlichungspflicht im Rahmen der Beteiligungspublizität beim Erreichen bestimmter Beteiligungswerte an Emittenten zum Kriterium Kennenmüssen:

*„Es ist vernünftigerweise davon auszugehen, dass natürliche oder juristische Personen beim Erwerb oder der Veräußerung bedeutender Beteiligungen eine hohe Sorgfaltpflicht treffen. Folglich kann angenommen werden, dass diese Personen sehr rasch von einem derartigen Erwerb oder derartigen*

---

709 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 88; *Lebberz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 91 ff.; speziell zu Art. 17 Abs. 1 MAR etwa *Ibrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709c.

710 Explizit für die Kapitalmarktinformation *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 59; allgemein: *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 56; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 117; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 659; kritisch auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 314 ff.

711 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 58; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 117; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170; Vgl. *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, 642; implizit auch *Veil/Brüggemeier*, in: Hdb Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

*Veräußerungen bzw. von der Möglichkeit der Ausübung der Stimmrechte Kenntnis erhalten. Deshalb sollte lediglich ein sehr kurzer Zeitraum nach dem jeweiligen Geschäft als Zeitraum festgelegt werden, nach dem Kenntnis dieser Personen angenommen wird.“*

Wissenmüssen korrespondiert daher nach Ansicht des europäischen Gesetzgebers im Rahmen der Beteiligungspublizität mit der Einhaltung von Sorgfaltspflichten, konkret der Sorgfalt beim Erwerb oder der Veräußerung bedeutender Beteiligungen. Wissenmüssen ist damit auch hier ein Vorwurf mangelnder Wissensorganisation. Das zeigt sich neben der geforderten Einhaltung von Sorgfaltspflichten durch die in Art. 12 Abs. 2 lit. a) Transparenz-RL zu findende Differenzierung zwischen „Kenntnis erhält“ (=positive Kenntnis) und „unter den gegebenen Umständen davon hätte Kenntnis erhalten müssen“ (= Verletzung von Sorgfaltspflichten). Sorgfaltspflichten im Umgang mit Wissen haben damit auch nach europäischem Kapitalmarktrecht einen Verschuldensbezug. Sofern solche Pflichten gefordert sind, deren Verletzung die Mitteilungspflicht auslösen, werden sie auch nach europäischem Recht durch das Tatbestandsmerkmal „kennenmüssen“ normiert. Wenn diese Pflichten nicht durch das Kriterium „kennenmüssen“ im Tatbestand angeordnet sind, verbleibt nur eine Lokalisierung im Verschulden.<sup>712</sup>

Interessant ist dabei, dass auch im Rahmen der Wertpapiertransparenz-Durchführungsrichtlinie keine explizite Pflicht zur Einrichtung einer Wissensorganisation, insbesondere in Form der Informationssuche vorgegeben ist. Deren Erwägungsgrund 11 stellt vielmehr klar, dass lediglich „vernünftigerweise“ davon ausgegangen wird, dass zur Einhaltung der Beteiligungspublizitätspflicht Maßnahmen getroffen werden. Das bestätigt den Befund, dass die Ergreifung von Maßnahmen der Informationserkennung zur Erfüllung von Art. 17 Abs. 1 MAR ohne nähere Ausführung schlicht erwartet wird und die wie auch immer hineingelesenen Pflichten Teil der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt und damit des Verschuldens sind und der Emittent eine solche Organisation vernünftigerweise zur Haftungsvermeidung (sekundärer Anreiz) heranziehen wird.

---

712 Vgl. *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, 659 f.; anderes mag für die Verortung der Verkehrspflichten im deutschen Deliktsrecht gelten, siehe *Wilhelmi*, Risikoschutz durch Privatrecht, 2009, S. 315 ff.

cc) Ausnahmen vom Wissenmüssen als Verschuldensfrage

Wissenmüssen ist allerdings nicht immer als ein Verschulden, also als die Fahrlässigkeit der Unkenntnis im einem technischen Sinne von § 276 BGB, zu verstehen.<sup>713</sup> Dies wird damit begründet, dass das Wissen bzw. Wissenmüssen in einigen Normen lediglich eine Obliegenheit darstellt, da bloßes Wissen keinen anderen Betroffenen schädigt, sondern diese Normen dazu führen, dass der Betroffene sich möglicherweise durch mangelnde Sorgfalt selbst schädigt, indem er in Konsequenz des (fingierten) Wissens ein ungültiges Rechtsgeschäft schließt (z.B. § 932 BGB) oder seine Rechtsstellung verschlechtert (z.B. § 442 BGB).<sup>714</sup> Ein Schuldvorwurf könne nur gemacht werden, wenn zum Bewusstsein als weiteres Element ein Tun oder Unterlassen hinzutrete, das sich auf eine Pflicht ggü. Dritten bezieht, wie dies bei einem Delikt oder einer Vertragsverletzung der Fall sei.<sup>715</sup>

So ist dies aber bei Art. 17 Abs. 1 MAR, denn zum hier geforderten ungeschriebenen Wissenmüssen tritt die Handlungspflicht hinzu, den Kapitalmarkt ad-hoc zu informieren. Durch die unterlassene Veröffentlichung (anders als bei der unterlassenen Aufschubentscheidung) schneidet sich der Emittent auch keine eigenen Rechte ab oder verschlechtert seine eigene Rechtsstellung, er schädigt die informationelle Effizienz und das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt. Wissenmüssen in Verbindung mit der Mitteilungspflicht ggü. dem Kapitalmarkt fällt damit nicht unter die genannten Ausnahmen. Es handelt sich daher um eine Frage des Verschuldens im technischen Sinne. Diese dogmatische Verortung wird zudem durch das zentrale Telos der MAR bestätigt, Vertrauen in den Markt herzustellen und Marktintegrität zu sichern. Eine Schädigung des Vertrauens der Marktteilnehmer, sofern der Emittent seinen Beitrag nach Art. 17 Abs. 1 MAR nicht erfüllt hat, ließe sich nur vermeiden, wenn man zu dem Ergebnis kommt, dass der Veröffentlichung der Information ein Grund entgegenstand, der das Unterlassen entschulden kann.

---

713 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 37; *Wiegand*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 932 Rn. 42 ff.

714 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 34; *Huber*, in: FS E.R. Huber 1973, S. 253, 262 f.; weitere Beispiele bei *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4 ff.

715 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 35; *Huber*, in: FS E.R. Huber 1973, S. 253, 262 f.; *Wiegand*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 932 Rn. 43.

Obwohl die Argumentation nicht aus dem Haftungsrecht hergeleitet werden soll, spricht hierfür zudem praktisch, dass bei dieser Auslegung der Wertungswiderspruch zwischen den national normierten Verschuldensformen und der europarechtlichen Vorgabe nicht entsteht. Wenn die Ad-hoc-Pflicht rein objektiv eintritt, werden Primärpflicht und Verschulden nicht vermischt.<sup>716</sup>

dd) Die individuelle Vorwerfbarkeit als verobjektivierte Pflicht

Mit individueller Vorwerfbarkeit im Rahmen des Wissenmüssens bzw. im Rahmen des Verschuldens ist allerdings kein rein subjektiver Maßstab gemeint. Vielmehr muss zunächst ein objektiver Pflichtenmaßstab gelten, der den üblichen Verkehrserwartungen an Emittenten entspricht.<sup>717</sup> Das Kriterium der Vermeidbarkeit im Rahmen des Fahrlässigkeitsvorwurfs wird dadurch konterkariert, dass letztlich wieder eine Objektivierung stattfindet, weil die subjektive Vermeidbarkeit nach einer gruppentypischen Idealperson beurteilt wird.<sup>718</sup> Das macht im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht Sinn, denn sonst bestünde wiederum die Gefahr, dass der Emittent durch eine schlechte Compliance-Organisation letztlich von der Ad-hoc-Pflicht faktisch mangels Haftung befreit wäre.

Wegen dieser typisierten Betrachtung wird ein fehlendes Verschulden eher selten anzunehmen sein, was sich parallel auch im Rahmen der Haftung des Vorstands nach § 93 Abs. 2 AktG zeigt. Auch hier sind nur schwer Situationen zu finden, in welchen der Vorstand zwar objektiv die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters vermissen lässt, dies ihm aber subjektiv nicht vorzuwerfen ist.<sup>719</sup> Individuelle Vermeidbarkeit als zweite Voraussetzung der Fahrlässigkeit kann aber in Fällen, wie

---

716 *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 258 f.

717 *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 166; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 59.

718 Allgemein *Schaub*, in: BeckOGK| BGB, Stand 01.09.2021, § 276 Rn. 65; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 243; speziell *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 57.

719 Vgl. BegR. RegE UMAG, BT-Drs 15/5092 v. 14.3.2005, S. 34; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 198; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 243; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 93 Rn. 43.



etwa einem Rechtsirrtum auftreten, insbesondere wenn die Kursrelevanz einer Information trotz Beratung durch Experten verkannt wurde.<sup>720</sup>

ee) Zwischenergebnis

Den Beginn der Ad-hoc-Pflicht auf den Zeitpunkt zu legen, in welchem der Emittent die Information hätte finden und veröffentlichen können, entspricht dem Zeitpunkt der Verletzung von Wissensorganisationspflichten, die – sofern nicht explizit angeordnet – tatbestandlich im Merkmal Wissen- oder Kennenmüssen dogmatisch zu verorten sind. Da Art. 17 Abs. 1 MAR keine Wissensorganisationspflichten normiert und kein Wissensselement enthält, sprechen die besseren Argumente gegen ein ungeschriebenes Wissensmerkmal und für die Lokalisierung dieser Pflichten im Verschulden.

c) Legalitätspflicht

Die wirklich rein objektiv entstehende Ad-hoc-Pflicht steht auch nicht in Kollision mit der Legalitätspflicht des Vorstands. Wenn tatsächlich Gründe vorlagen, die das Unterlassen der Veröffentlichung entschulden, so trifft den Emittenten letztlich keine Haftung. Dann wird auch das Verhalten des Vorstands im Innenverhältnis nicht schuldhaft sein, bzw. entsteht der Gesellschaft kein Schaden. Aus denselben Gründen wäre auch bei einer Verlagerung des Einwands der Unmöglichkeit einer Veröffentlichung in die nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen die Frage des „ultra-posses-nemo-obligatur“ gelöst, denn ohne Haftung trifft den Emittent aus der bloßen Verletzung von Art. 17 Abs. 1 MAR keine Rechtsfolge.<sup>721</sup>

d) Keine Informationssuchpflicht aufgrund von aufsichtsrechtlichen Befugnissen

In Betracht kommt letztlich noch, konkrete Pflichten aus Art. 17 Abs. 1 MAR abzuleiten, sofern die Finanzaufsicht Befugnisse hätte, solche Pflicht-

---

720 Vgl. dazu etwa die Überlegungen bei LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 181 ff.; allgemein *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 243.

721 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 121.

ten durchzusetzen.<sup>722</sup> In der Tat gibt Art. 23 Abs. 2 MAR vor, dass die zuständigen Behörden nach nationalem Recht zumindest über die folgenden Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse verfügen müssen, und zwar konkret nach lit. m):

*„[A]lle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, damit die Öffentlichkeit ordnungsgemäß informiert wird, unter anderem durch die Richtigstellung falscher oder irreführender offengelegter Informationen, einschließlich der Verpflichtung von Emittenten oder anderen Personen, die falsche oder irreführende Informationen verbreitet haben, eine Berichtigung zu veröffentlichen.“*

Diese Vorgaben setzt § 6 Abs. 14 WpHG um:

*„Die Bundesanstalt kann eine [...] nach der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 gebotene Veröffentlichung oder Mitteilung auf Kosten des Pflichtigen vornehmen, wenn die Veröffentlichungs- oder Mitteilungspflicht nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wird.“*

Die Aufzählung in Art. 23 Abs. 2 lit. m) MAR bestätigt aber das generelle Problem, dass die Aufsicht faktisch einen Emittenten nicht dazu verpflichten kann, unterlassene Mitteilungen über Insiderinformationen vorzunehmen, denn entweder kennt die Aufsicht die Insiderinformation selbst nicht<sup>723</sup> und kann schon deswegen nicht präventiv einschreiten, oder aber die Information ist anderweitig an die Öffentlichkeit gelangt und hat ihre Qualität als Insiderinformation bereits verloren.

Selbst wenn man unterstellt, die BaFin würde, etwa aufgrund eines unternehmensinternen Whistleblowers, Informationen erhalten, die auf die Verletzung von Art. 17 Abs. 1 MAR schließen ließen, so wird wohl jeder Unsicherheitsfaktor,<sup>724</sup> schon aus Gründen der Vermeidung einer Amtshaftung<sup>725</sup> dazu führen, eine solche eigene Mitteilung zu unterlassen oder auch unabhängig von der Anwendbarkeit von § 28 VwVfG den Emittenten vorher anzuhören.

---

722 So etwa *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 85 f.

723 Ebenso *Döhmel*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 6 WpHG Rn. 227; *Hirte*, in: KK-WpHG, § 4 Rn. 152; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 588 "in praxi nur schwer vorstellbar [...], dass es jemals dazu kommt.

724 *Döhmel*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 6 WpHG Rn. 227 weist auf das Problem der fehlenden gesicherten Kenntnis der Aufsicht hin.

725 Darauf hinweisend etwa *Zetsche*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 4 WpHG Rn. 68.

Bis die Aufsicht daher einschreitet und selbst veröffentlicht, läge wohl schon keine Insiderinformation mehr vor. Daher macht die beispielhafte Aufzählung der Richtigstellung falscher Informationen Sinn. Dann geht es aber nicht darum, den Emittenten zur Durchsetzung einer Suchpflicht oder anderer organisatorischer Vorkehrungen zu verpflichten, sondern vielmehr darum, Markttransparenz herzustellen bzw. die Irreführung des Marktes abzuwenden, was die Möglichkeit der BaFin zur eigenen Veröffentlichung aufgrund § 6 Abs. 14 WpHG, außerhalb des Verwaltungsvollstreckungsgesetz<sup>726</sup> zeigt. Wirkungsvolleres Sanktionsinstrument scheint daher die Verhängung von Bußgeldern und die entsprechende Veröffentlichung eines Verstoßes auf der Homepage der BaFin nach § 125 Abs. 1 WpHG zu Präventionszwecken zu sein (sog. „naming and shaming“).

#### e) Ergebnis

Im Ergebnis der Auslegung ist festzuhalten, dass Art. 17 Abs. 1 MAR, verstanden als Veröffentlichung „so bald wie möglich“ keine objektiven, autonom europarechtlich hergeleiteten Informationssuchpflichten enthält, deren Verletzung die Ad-hoc-Pflicht begründen kann. Die Ad-hoc-Pflicht tritt bereits mit dem Eintreten der Insiderinformation ein. Das, was in der Literatur mit Informationssuchpflicht gemeint ist, ist nichts anderes als eine Frage des Wissenmüssens und muss mangels ausdrücklicher Normierung von Organisationspflichten oder einem Wissensmerkmal im Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR, dogmatisch richtig in Rahmen des Verschuldens der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen erörtert werden. Dass der Emittent nach Informationen sucht, ist keine Organisationspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern liegt in seinem Interesse an der Haftungsvermeidung sowie dem gesetzlichen Anreizsystem des Art. 17 Abs. 4 MAR.

### 5. Herleitung einer Informationsweiterleitungs- und Prüffrist

#### a) So bald wie möglich als reine Pflichtkonkretisierung

Damit ist festzustellen, dass „so bald wie möglich“ nur eine Zielrichtung hat: Das Merkmal konkretisiert ausschließlich den Zeitpunkt des Veröf-

---

726 *Döhmel*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 6 WpHG Rn. 228; Klepsch, in: JVRB WpHG, § 4 Rn. 29.

fentlichungsaktes und ist damit rein pflichtkonkretisierend. Bestimmt wird dabei der Zeitpunkt zwischen der entstandenen (nicht bekannten!) Information, die den Emittenten unmittelbar betrifft und dem Zeitpunkt der Veröffentlichung bzw. der Entscheidung über deren Aufschub.

Die pflichtkonkretisierende Auslegung lässt sich systematisch erklären. „So bald wie möglich“ bezieht sich einerseits von seiner Stellung in Art. 17 Abs. 1 MAR auf den Akt der Veröffentlichung. Unterabsatz 2 nimmt darauf Bezug und konkretisiert die Art und Weise gerade dieses Veröffentlichungsaktes. Weiter ergibt sich aus dem systematischen Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 4 MAR, dass es denknottwendig einer Frist bedarf, die Information weiterzugeben, einzuordnen, und zu prüfen, ob und ggf. wie lange ein Aufschub der Veröffentlichung möglich ist, oder ob eine Veröffentlichung stattfinden muss.<sup>727</sup> So sieht es etwa auch die englische Finanzaufsicht<sup>728</sup> und andere europäische Autoren<sup>729</sup>. Dahingehend können auch die Ausführungen der ESMA interpretiert werden, wenn Sie in ihrem Final Report schreibt

*„MAR specifies that the disclosure is delayed under the issuer’s responsibility. Delays in disclosure of inside information are decided by the issuers themselves. The issuers are therefore expected to have in place a minimum level of organisation and a process to conduct a prior assessment whether an information is an inside information, whether its disclosure needs to be delayed and for how long. [...] In addition, before taking a decision allowing the delay of publication of inside information, this person(s) should conduct an assessment on whether the three conditions set forth in Article 17(4) for delaying are fulfilled.“<sup>730</sup>*

Das was die ESMA mit „expected to have in place a minimum level of organisation“ bezeichnet, sind genau die organisatorischen Vorkehrungen, welche sich aus der Anreizfunktion der Haftungsvermeidung sowie des Art. 17 Abs. 4 MAR ergeben. Diese Ausführungen entsprechen auch dem,

---

727 Eine solche Prüffrist aus dem Merkmal unverzüglich ableitend BGH, NZG 2012, 263, Rn. 45 (IKB).

728 FCA Handbook DTR 2.2.9 „If an issuer is faced with an unexpected and significant event, a short delay may be acceptable if it is necessary to clarify the situation“, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/2/2.html> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

729 Pietrancosta, in: Ventoruzzo/Mock (Hrsg.), Market abuse regulation, Art. 17 B. 17.52.

730 ESMA, Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 28.09.2015, Rn. 239.

was im Rahmen der Sorgfaltsanforderungen im Rahmen der Beteiligungs-  
publizität vom europäischen Gesetzgeber vernünftigerweise erwartet wird  
– nicht verpflichtend ist.<sup>731</sup>

Es kann auch nicht gesagt werden, dass nach dem Merkmal „so bald wie  
möglich“ keine Veröffentlichung stattfinden muss, wenn das Finden der  
Information nicht möglich war. Eine solche Interpretation ließe sich nur  
rechtfertigen, wenn der Wortlaut hieße, der Emittent gibt Insiderinforma-  
tionen „wenn möglich bekannt“ oder „sofern möglich bekannt“ bzw. im  
Englischen etwa, an issuer shall inform the public „if possible“ oder „whe-  
re possible“. Gemeint ist mit dem Merkmal ausschließlich eine zeitliche  
Komponente, die dem Emittenten eingeräumt ist, um die Informationen  
intern an die zuständige Stelle weiterzuleiten und sie zu prüfen. Die For-  
mulierung kann aber nicht so interpretiert werden, dass sich daraus ergibt,  
dass diese Frist nicht zu laufen beginnt, und damit eine Veröffentlichungs-  
pflicht an sich gar nicht besteht, da das Merkmal eben nur pflichtkonkreti-  
sierend, aber nicht pflichtbegründend ist. Hierfür spricht die systematische  
Stellung, der Wortlaut und wie dargelegt, dass die Frage, warum nicht  
veröffentlicht werden konnte, in die Verschuldensprüfung der nationalen  
Bußgeld- und Haftungsnormen gehört.

b) Bestätigung für eine Weiterleitungs- und Prüffrist durch Vergleich mit  
dem Wettbewerbsrecht

Für die Annahme der Weiterleitungs- und Prüffrist bietet sich ein einfa-  
cher Vergleich mit dem Wettbewerbsrecht an. Ein Verstoß gegen Wettbe-  
werbsrecht kann von jedem Unternehmensangehörigen begangen werden.  
Insiderinformationen können ebenso bei jedem Unternehmensangehörigen  
entstehen bzw. überall im Unternehmen vorliegen. Anders als der  
Wettbewerbsverstoß kann die Ad-hoc-Mitteilung aber nur vom Vorstand  
bzw. dem Ad-hoc-Gremium vorgenommen werden. Es ist daher, sofern  
die Information bei zur Veröffentlichung nicht befugten Mitarbeitern vor-  
liegt, immer eine Weiterleitung und Prüfung der Information notwendig.  
Die Frist kann dabei länger sein, je komplexer und unklarer der Fall ist.  
Berücksichtigt werden sollte aber, dass etwa bei der Prüfung von Compli-  
ance-Vorwürfen auch Zwischeninformationen gegeben werden können  
und auch für diese Zwischeninformationen Aufschubentscheidungen ge-  
troffen werden können. Sollte sich andererseits herausstellen, dass auf-

---

731 Siehe S. 185.

grund der Information bereits Insiderhandel betrieben wird, wird die Frist umso kürzer sein, da eben auch eine Veröffentlichung in Betracht kommt, die sich auch auf den derzeitigen Informationsstand beschränken kann und später ggf. konkretisiert werden kann. Keinesfalls ist das Kriterium dahingehend zu verstehen, dass die Ad-hoc-Pflicht gar nicht eintritt, weil die Informationsbeschaffung unzumutbar war. Fragen der Unzumutbarkeit oder des Irrtums müssen als Frage des Verschuldens im Rahmen der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen geprüft werden.

## II. Unmittelbar betreffen als Pflichtbegründung

Das bisherige Ergebnis bedeutet, dass die Frage nicht sein kann, wie weit reichen Informationssuchpflichten oder die Informationsorganisation, sondern welche Informationen umfasst Art. 17 Abs. 1 MAR. Hiernach muss sich mittelbar die Organisation richten. Da „so bald wie möglich“ wie festgestellt nur pflichtkonkretisierend ist, muss die Norm ein Tatbestandsmerkmal enthalten, das die Ad-hoc-Pflicht und das oben beschriebene Prozedere begründet und damit in Gang setzt. Das Kriterium, welche Informationen von der Veröffentlichungspflicht umfasst sind, wird entgegen der ganz überwiegenden Auffassung nicht durch das Kriterium der Möglichkeit bzw. Unverzüglichkeit bestimmt, sondern ausschließlich durch das Kriterium des unmittelbaren Betreffens. Dies soll durch die folgende Untersuchung des Tatbestandsmerkmals „unmittelbar betreffen“ aufgezeigt werden.

### 1. Der ultra-posses-Einwand als Frage des unmittelbaren Betreffens

#### a) Eingrenzung des ad-hoc-pflichtigen Informationskreises als Ziel des unmittelbaren Betreffens

Schon mit Inkrafttreten des WpHG unterscheidet sich der Begriff der Insiderinformation bzw. Tatsache (wie es ursprünglich hieß) des § 13 WpHG a.F. von denjenigen Informationen, die tatsächlich nach § 15 WpHG a.F. zu veröffentlichen sind. § 15 Abs. 1 WpHG a.F. normierte bis Ende 2004, dass die Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sein muss. Das Kriterium geht noch auf die Börsenzulassungsrichtlinie 1979 zurück. Die unterschiedliche und damit engere Fassung des Tatbestands der veröffentlichungspflichtigen Insiderinformation bzw. Tatsache in § 15

WpHG a.F. ggü. § 13 WpHG a.F. stammt daher, dass einerseits das Verbot von Insidergeschäften früher eingreifen soll, da lukrativer Insiderhandel auch aufgrund allgemeiner Daten wie z.B. nur branchenspezifischen Marktinformationen, Forschungsergebnissen etc. möglich ist. Es bedurfte daher einer weiten Definition dessen, was Insiderinformation sein kann. Schon mit Erlass des WpHG wurde aber vertreten, dass diese Differenzierung zwischen dem, was Insiderinformation ist, und dem was der Emittent zu veröffentlichen hat, notwendig sei, da der Emittent von Informationen außerhalb seines Tätigkeitsbereichs möglicherweise keine Kenntnis haben könne.<sup>732</sup> Die Frage um Wissensgrenzen war also bereits mit Erlass des WpHG ein Thema, nur eben nicht an der Stelle von „unverzüglich“, sondern im Rahmen des Kriteriums „unmittelbar betreffen“.

Mit den Änderungen durch das AnsVG sollte in Umsetzung von Art. 6 MAD klargestellt werden, dass nicht nur Tatsachen im Tätigkeitsbereich des Emittenten, sondern auch „von außen“ kommende Ereignisse ad-hocpflichtig sein sollen, indem das Tatbestandsmerkmal des Eintretens „im Tätigkeitsbereich des Emittenten“ von § 15 Abs. 1 S. 1 in § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG a.F. als Regelbeispiel („insbesondere“) herabgestuft wurde.<sup>733</sup> Art. 17 Abs. 1 MAR enthält das Regelbeispiel nicht mehr, weswegen die Einbeziehung von außen kommender Ereignisse nunmehr erst recht gilt. Art. 7 und Art. 17 MAR gehen zwar vom gleichen Begriff der Insiderinformation aus. Allerdings reicht es nach Art. 7 Abs. 1 MAR aus, wenn diese Informationen direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen, während es nach Art. 17 Abs. 1 MAR für die Auslösung der Veröffentlichungspflicht des Emittenten einer Information bedarf, die diesen Emittenten unmittelbar betrifft.<sup>734</sup>

Nach der Erweiterung seit dem AnsVG wird erst recht in der Literatur die Wissensgrenze und dementsprechend ein Wissenserfordernis des Emittenten entweder als Argument gegen die zu extensive Auslegung des Merkmals „unmittelbar betreffen“ herangeführt,<sup>735</sup> oder dahingehend,

---

732 Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2044.

733 RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35; zur historischen Entwicklung nach dem AnsVG vgl. *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 35 ff.

734 Die sprachliche Differenzierung zwischen direkt und unmittelbar ist mit Blick auf die anderen Sprachfassungen ein Redaktionsversehen, macht in der Sache aber keinen Unterschied.

735 Bereits zuvor Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2044; darauf verweisend *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 497; ebenso *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15

dass unmittelbares Betreffen nun auch von außen kommende Informationen umfassen soll, aber keine Gefahr der Ausuferung bestehe, da die Pflicht auch bei von außen kommenden Informationen nur auf Kenntnis des Emittenten aufbauen könne.<sup>736</sup>

## b) Historischer Kontext des unmittelbaren Betroffens

Die ursprüngliche Entwurfsfassung der MAD der Kommission sah das Kriterium „unmittelbar betreffen“ zunächst gar nicht vor.<sup>737</sup> Emittenten sollten nach Art. 6 Abs. 1 des Entwurfs „Insider-Informationen sobald als möglich der Öffentlichkeit mitteilen.“ Der Wirtschafts- und Sozialausschuss kritisierte, dass sich die Regelung so auf Sachverhalte erstrecke, „wo kein Emittent die Hand mit im Spiel habe“.<sup>738</sup> Auch der Ausschuss für Wirtschaft und Währung schlug eine entsprechende Änderung vor.<sup>739</sup> Die Einwände fanden Gehör, wurden aufgenommen und die Ergänzung um das Kriterium „unmittelbar betreffen“ ist so bis heute in Art. 17 Abs. 1 MAR zu finden. Zwar bezog sich der Wirtschafts- und Sozialausschuss auf Beispiele wie Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffderivate, was zunächst nur für einen Ausschluss bzgl. allgemeiner Marktdaten spricht. Auch nach Ansicht der Kommission<sup>740</sup> und des Regierungsentwurfs zum AnsVG<sup>741</sup> ist das Ziel des Kriteriums aber die Eingrenzung des informationspflichtigen Informationskreises ggü. dem weiter gefassten Insiderinformationsbegriff.

---

Rn. 161, 328; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 249; siehe auch *Vofß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 78; *Büche*, Ad-hoc-Publizität, 2005, S. 182; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 103.

736 *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 103; *Koch*, AG 2019, 273, 277; dahingehend auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 45.

737 Siehe ABl. C 240 E vom 28.8.2001, S. 267.

738 ABl. C 80 v. 3.4.2002, S. 64.

739 Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) v. 27.02.2002, A5-0069/2002, S. 29.

740 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, SEK(2002) 889 endgültig v. 14.8.2002, S. 5.

741 Vgl. RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35 „In Umsetzung von Artikel 6 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie sind nach Satz 1 alle Insiderinformationen im Sinne des § 13 Abs. 1 zu veröffentlichen, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Die Unmittelbarkeit grenzt damit die vom Emittenten zu ver veröffentlichenden Insiderinformationen ein.“



Das bedeutet im Ergebnis, dass das, was mit dem „ultra-posse-Argument“ gemeint ist, nämlich, dass die Ad-hoc-Pflicht Grenzen unterliegen muss, von seinem gesetzgeberischen Zweck nicht im Kriterium „so bald wie möglich“, sondern ausschließlich im Kriterium „unmittelbar betreffen“ angelegt ist. Es gilt daher näher zu untersuchen, wie diese Eingrenzung genau vorzunehmen ist.

c) Vornahme der Abgrenzung in mittelbar und unmittelbar den Emittenten betreffende Informationen

Eine nähere gesetzliche Konkretisierung des Tatbestandsmerkmals gibt es nicht. Die BaFin und auch schon die CESR als Vorgängerin der ESMA haben eine Liste mit mittelbar und unmittelbar den Emittenten betreffenden Informationen herausgegeben, an der sich Emittenten orientieren sollen.<sup>742</sup> Da es sich aber nur um nicht abschließende Leitlinien der Verwaltung handelt, muss die Abgrenzung durch Auslegung rechtlich hergeleitet werden. Dabei werden zwei unterschiedliche Argumentationslinien verwendet, nämlich ein ökonomischer und ein nach Sphären wertender Ansatz.

aa) Ökonomischer Ansatz der Eingrenzung

Die ökonomische Auslegung ist davon geprägt Informationssuchkosten zu senken, um das Ziel eines effizienten Kapitalmarkts zu erreichen. Sie umfasst daher die folgenden zwei Punkte, die kumulativ vorliegen müssen.

(1) Der Emittent als least cost information provider

Der ökonomische Ansatz fragt erstens im Sinne der Kosten-Nutzen-Analyse, wer den Markt günstiger mit Informationen versorgen kann, konkret ob dies der Emittent ist, oder der Markt selbst. Man spricht davon, wer

---

742 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 49 f.; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33 f.; CESR, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, S. 8 f.

der „least cost information provider“<sup>743</sup> ist, also wörtlich derjenige, der Informationen zu den niedrigsten Kosten anbieten kann.

## (2) Der Bezug zum Fundamentalwert

Zweitens muss die Information einen Bezug zum Fundamentalwert<sup>744</sup> gerade des potenziell veröffentlichenden Emittenten haben. Das wird durch die Konkretisierung „die unmittelbar *diesen Emittenten* betreffen“, deutlich. Wenn Emittent A Informationen über einen kursrelevanten Compliance-Verstoß von Emittent B hat, dann ist das eine Insiderinformation nach Art. 7 MAR. Möglicherweise mag B auch derjenige sein, der den Kapitalmarkt nun am kostengünstigsten mit der Information versorgen kann, da er alle Details umfassend kennt. Wenn sich diese Information aber nur auf den Fundamentalwert des A auswirkt, etwa weil der B mit dem A in keiner wirtschaftlichen Verbindung steht, dann ist klar, dass B zwar über die Information verfügt, aber nicht derjenige ist, der sie veröffentlichen muss, weil sie nicht seinen Fundamentalwert, sondern den des A beeinflusst.<sup>745</sup> Dabei ist bei der Auswirkung auf den Fundamentalwert darauf zu achten, ob die Information tatsächlich den Fundamentalwert des Emittenten ändert oder ob es sich nur um eine Einschätzung eines anderen Teilnehmers über den Fundamentalwert handelt.<sup>746</sup>

### bb) Nach Sphären wertender Ansatz

Der nach Sphären wertende Ansatz soll ein Korrektiv zum weit verstandenen Begriff der Insiderinformation sein. Der Emittent soll nur für diejenigen Informationen veröffentlichungspflichtig sein, für die er die Verantwortung habe, weil sie seiner Sphäre zurechenbar sind.<sup>747</sup> Dabei geht man wiederum davon aus, dass nur solche Informationen dieser Sphäre zurechenbar sind, die der Emittent kennt oder kennen kann. Der Emittent müsse

---

743 Näher *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 69 ff.; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287; *Köndgen*, in: FS Druey 2002, S. 791, 796; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 18 ff.

744 Siehe hierzu S. 27.

745 Beispiel angelehnt an *Koch*, AG 2019, 273, 277.

746 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 77.

747 *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 395; *Koch*, AG 2019, 273, 277; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 161; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 37.

von der Information wissen, denn sonst wäre er beispielsweise verpflichtet, eine kursrelevante, von außen kommende Behördenentscheidung (etwa die beantragte EU-weite Zulassung eines bedeutenden Medikaments) zu veröffentlichen, von der er nichts wisse.<sup>748</sup>

cc) Eigener Ansatz: Die Informationsverantwortung entsprechend des sachenrechtlich geprägten Informationsherrschaftsbereichs

Es geht bei der Ad-hoc-Pflicht nicht darum, dass der Emittent generell Informationsasymmetrien zwischen Marktteilnehmern abbaut. Die Pflicht soll ihn nur dort treffen, wo er derjenige ist, der das am besten leisten kann. Das ist nur der Fall, wenn er tatsächlich einen Vorteil hat, dem Markt selbst ggü Informationsasymmetrien abzubauen.<sup>749</sup> Insofern bietet die ökonomische Herangehensweise einen ersten Filter. Das Ergebnis sollte aber nicht allein von einer mathematischen und praktisch nur schwer durchführbaren Kosten-Nutzen-Rechnung, sondern letztlich im Einzelfall rechtlich wertend vorgenommen werden, was für den Gedanken der Informationssphäre spricht. Die Informationssphäre setzt voraus, dass der Emittent die Information tatsächlich erhalten kann. Der Emittent kann den Markt nicht informieren, wenn er die Information nicht erhalten kann, weil ihm der Zugriff verwehrt ist und wie es der Wirtschafts- und Sozialausschuss bereits sagte, er „die Hand nicht mit im Spiel hat“. Mit Informationssphäre darf aber nicht ein Wissenselement gemeint sein, denn es lässt sich der Norm nicht entnehmen und schränkt die Wirksamkeit der Ad-hoc-Pflicht ein.<sup>750</sup> Es ist daher ein eigener, alternativer Ansatz zu wählen.

Vorzugswürdig ist es daher, die Grenze dort zu ziehen, wo der Emittent keinen Zugriff mehr, verstanden als sachenrechtlich geprägten Informationsherrschaftsbereich vergleichbar § 854 Abs. 1 BGB, auf die Information hat.<sup>751</sup> Innerhalb dieses Bereichs hat der Emittent gegenüber dem Kapitalmarkt eine „Informationsverantwortung“<sup>752</sup>. Keinesfalls soll es bedeuten,

---

748 *Ibrig*, ZHR 2017, 381, 384 ff.; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 53.

749 *Büche*, Ad-hoc-Publizität, 2005, S. 182.

750 Siehe S. 135 ff.

751 Siehe S. 136 sowie *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2641.

752 Der Begriff entstammt der Frage nach den Leitungsaufgaben des Vorstands, vgl. *Fleischer*, ZIP 2003, 1, 5; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 82.

dass mit einer nationalen Norm europäisches Recht ausgelegt wird. Der Vergleich soll nur die autonom aus Art. 17 Abs. 1 MAR abzuleitende Reichweite verdeutlichen. Dieses besitzähnliche Verständnis passt unter das bisherige Ergebnis der Untersuchung. Es hat den Vorteil, dass einerseits die Ad-hoc-Pflicht rein objektiv bei Vorliegen der Insiderinformation eintritt. Art. 17 Abs. 1 MAR wird somit nicht im Sinne von Organisationspflichten dahingehend interpretiert „die Hand ins Spiel zu bringen“. Zudem wird unter diesem Verständnis keine Anknüpfung des Beginns der Ad-hoc-Pflicht an die Wissenszurechnung oder die Verletzung einer Wissensorganisationspflicht gestellt.

Die Reichweite im Sinne dieses Informationsherrschaftsbereichs lässt sich ferner mit dem zentralen Telos der MAR stützen. Der Emittent soll dazu beitragen, Insiderhandel durch frühzeitige Ad-hoc-Publizität den Boden zu entziehen. Die Ad-hoc-Mitteilungspflicht ist aber nicht das einzige Mittel gegen Insiderhandel. Die Verantwortung des Emittenten unterliegt Grenzen. Dies zeigt schon die unterschiedliche Reichweite von Insiderinformationen in Art. 7 Abs. 1 MAR und die an den Insiderinformationsbegriff anknüpfenden Verbote in Art. 14 MAR einerseits und die an den Insiderinformationsbegriff anknüpfende Ad-hoc-Pflicht für die den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformationen in Art. 17 Abs. 1 MAR andererseits. Der Emittent muss einen Beitrag leisten, um das Vertrauen in den Markt und dessen Integrität zu bewahren, was die umfassend normierten Emittentenpflichten der MAR verdeutlichen. Da jeder Emittent auch nur für die Veröffentlichung von Informationen verantwortlich ist, die „diesen“ Emittenten unmittelbar betreffen, muss das Kriterium der Fundamentalwertrelevanz beibehalten werden, damit der Emittent nicht für die allgemeine Informationsversorgung des Marktes zuständig ist. Eine wie hier verstandene, umfassende und objektiv eintretende Veröffentlichungspflicht für Informationen aus dem Informationsherrschaftsbereich, soll auch nicht dazu führen, den Anleger so zu stellen, als hätte er einen Informationsvorsprung ggü. dem Vorstand, den er nicht beanspruchen könne.<sup>753</sup> Der Markt erwartet, dass der Emittent seiner Informationsverantwortung nach Art. 17 Abs. 1 MAR nachkommt, Insiderhandel durch frühzeitige Publizität zu unterbinden, dadurch Vertrauen herstellt und zum Erhalt der Marktintegrität beiträgt. Außerhalb des Bereichs der eben definierten Informationsverantwortung wird diese Integrität aber gerade nicht durch unterlassene Publizität verletzt, wenn die Information nicht aus dem Informationsherrschaftsbereich des Emit-

---

753 So ein Einwand, vgl. die Diskussion bei *Weber*, ZHR 2017, 416, 424.

tenten stammt. Dann wird der Emittent aus seiner Verantwortung nach Art. 17 Abs. 1 MAR entlassen, da er die Integrität des Marktes weder durch Publizität schützen bzw. durch unterlassene Publizität beeinträchtigen kann.

dd) Fallbeispiele für „von außen“ kommende Insiderinformationen

Folgende, „von außen“ kommende Fallbeispiele sollen helfen, die Grenze des informationspflichtigen Kreises zu konkretisieren. Dabei zeigt sich, dass sich mit dem hier verstandenen Informationsherrschaftsbereich des Emittenten vertretbare Ergebnisse finden lassen.

(1) Ratings als Folgeauswirkungen von Informationen

Ein häufig aufgegriffenes und umstrittenes Beispiel ist die in der Begründung zum Gesetzesentwurf des AnsVG zu findende Problematik der Herabstufung des Emittenten durch eine Ratingagentur. Diese ist ein von außen kommendes Ereignis. Sie betrifft den Emittenten nach vorzugswürdiger Ansicht nur mittelbar.<sup>754</sup> Als reine Werteinschätzung eines anderen über den Emittenten verändert sie zunächst nicht den Fundamentalwert des Emittenten.<sup>755</sup> Allerdings kann sich durch das Rating die finanzielle Lage des Emittenten in Form höherer Finanzierungskosten ändern. Die Information „höhere Finanzierungskosten“ hat dann Auswirkungen auf den Fundamentalwert. Nicht jedoch das Rating selbst, sondern vielmehr seine Auswirkungen betreffen den Emittenten unmittelbar. Es ist hier also zwischen der von außen kommenden Information Rating einerseits (in der Regel mittelbares Betreffen) und den Auswirkungen des Ratings auf

---

754 Str. siehe CESR, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, S. 8; Meyer, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 343; Zimmer/Kruse, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 37; a.A. RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 45 mwN.; Tollkühn, ZIP 2004, 2215, 2216.

755 Klöhn, in: MAR, Art. 17 Rn. 442.

den Fundamentalwert des Emittenten andererseits (dann unmittelbares Betreffen) als eigenständige Insiderinformation zu differenzieren.<sup>756</sup>

Dass der Emittent die Ergebnisse des Ratings zunächst gar nicht kennt, ist also nicht schlimm. Solange die Information seinem Informationsherrschaftsbereich entzogen ist, wird er durch ein Unterlassen einer Veröffentlichung kein Vertrauen in den Markt beeinträchtigen können. Wenn sich aber aufgrund des Ratings die Kreditbedingungen des Emittenten ändern sollten, hat der Emittent die Informationsverantwortung, da diese Information seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegt.

## (2) Übernahmeangebot als Beispiel für den Informationszugriff

Eine von außen kommende, hier aber den Emittenten unmittelbar betreffende Information, soll das Übernahmeangebot nach § 29 WpÜG ff. sein. Auch dieses Beispiel wird häufig diskutiert, da es der Begründung des Gesetzesentwurfs zum AnsVG entstammt. Zu Recht fragt man sich, wie der Emittent von ihm betreffenden Übernahmeabsichten wissen und diese veröffentlichen soll, denn die Information „Übernahmeabsicht“ ist seinem Informationsherrschaftsbereich entzogen. Gleichwohl stellt auch die Gesetzesbegründung zum AnsVG<sup>757</sup> nicht auf die *Übernahmeabsicht*, sondern auf die *Übermittlung* des Übernahmeangebots durch die andere Gesellschaft als die konkret veröffentlichungspflichtige Information ab. Wenn das Angebot, wie der deutsche Gesetzgeber voraussetzt, aber an den Emittenten übermittelt wurde, ist sie in seinen Informationsherrschaftsbereich gelangt. Die Überlegung ist vergleichbar mit dem Zugang der Willenserklärung nach § 130 Abs. 1 BGB.<sup>758</sup> Hier zeigt sich, dass es eben gar nicht darauf ankommt, dass tatsächlich eine Kenntnisnahme stattgefunden hat oder ob der Emittent ökonomisch betrachtet den Markt am günstigsten informieren kann oder inwiefern nach der Information gesucht wird. Der Eintritt in den Informationsherrschaftsbereich des Emittenten und damit die abstrakte Möglichkeit auf die Information zuzugreifen fingiert die Kenntnis.

---

756 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 51; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 442 ff.; *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1411; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 37.

757 Vgl. RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

758 *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2641.

ee) Bestätigung der Eingrenzung durch die Beispiele der BaFin

Auch die in den Leitfäden der BaFin genannten Beispiele lassen sich unter das gefundene Ergebnis subsumieren.

So betrifft den Emittenten unmittelbar etwa der Erhalt eines Großauftrags oder der Erhalt der Mitteilung eines Großaktionärs über einen beabsichtigten Squeeze-Out.<sup>759</sup> Auch Entscheidungen von Gerichten oder Verwaltungsbehörden sollen den Emittenten unmittelbar betreffen.<sup>760</sup> Diese Informationen kommen zwar „von außen“ und sind damit nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten entstanden. Sie betreffen den Emittenten aber deswegen unmittelbar, weil sie erstens für ihn fundamentalwertrelevant sein können. Zwar kann der Emittent auch hier nicht immer jede Entscheidung wissen oder errahnen. Er ist aber zweitens in einem solchen Verfahren immer als Beteiligter involviert. Sie kommen also nicht unvorhergesehen und in der Regel hat der Emittent auf die Informationen daher Zugriff. Aus dieser Stellung kann sich daher eine Informationsverantwortung ergeben. Sofern in einem gerichtlichen bzw. behördlichen Verfahren etwa eine Entscheidung getroffen wurde, auf die der Emittent (noch) keinen Zugriff hat, muss man aber kein Wissenselement herleiten, denn der Emittent ist schlicht nicht veröffentlichungspflichtig, da sich die Information dann außerhalb seines Informationsherrschaftsbereichs befindet. Solange diese ihm erst noch zugestellt werden muss, befindet sich die Information außerhalb seines Informationsherrschaftsbereichs. Eine unterlassene Veröffentlichung kann die Marktintegrität daher nicht verletzen. Beispielsweise auf einen Bußgeldbescheid bzw. dessen Inhalt hat der Emittent erst mit dessen Bekanntgabe oder der Zustellung Zugriff. Ab diesem Moment betrifft die Information den Emittenten unmittelbar. Dann schließt sich das an, was mit „so bald wie möglich“ als Prüffrist bezeichnet wurde.

Dass hier ein Zeitraum besteht, indem potenziell Insiderhandel betrieben werden kann, ist hinzunehmen. Einerseits ist eine solche Information (etwa der Erlass eines Bußgeldbescheids, oder etwa die kartellrechtlichen Fusionsgenehmigungen) Insiderinformation nach Art. 7 MAR und fällt unter das Insiderhandelsverbot nach Art. 8 Abs. 1, 14 lit. a) MAR. Zudem ist aus dem Gedanken des Art. 17 Abs. 8 MAR zu entnehmen, dass es legitim ist, wenn Insiderinformationen bei Personen vorliegen, die gesetzlich zur Verschwiegenheit verpflichtet sind, etwa § 37 Abs. 1 BeamStG,

---

759 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33.

760 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 49.

§ 18 Abs. 1 BNotO, § 43a Abs. 2 BRAO, Art. 34 Abs. 1 EU-Abschlussprüfungsverordnung. Dabei darf nicht verkannt werden, dass bereits im Vorfeld einer Behördenentscheidung Insiderinformationen vorliegen können, welche der endgültigen Entscheidung vorgelagert sind, etwa die Durchsuchung durch die Staatsanwaltschaft vor dem Bußgeldbescheid, die Kaufvertragsverhandlungen oder der -abschluss vor Fusionsgenehmigung, oder die Stellung des Antrags auf Zulassung eines Medikaments vor dessen positiver Bescheidung. All das sind bereits Informationen, die potenziell zu veröffentlichen bzw. aufzuschieben sind, ggf. mit dem Hinweis auf die möglichen Folgen, weil sie den Emittenten unmittelbar betreffen, da sie seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegen.

## 2. Bestätigung für den Gedanken des Informationsherrschaftsbereichs

### a) Vergleich mit dem Kartellrecht

Für diesen umfassenden Informationsherrschaftsbereich im Punkt „unmittelbar betreffen“ spricht auch ein Vergleich mit dem europäischen Kartellrecht und der dortigen Rechtsprechung des EuGH. Die Zurechnung kartellrechtswidrigen Verhaltens zur juristischen Person entspricht dort der Zurechnung nach den Grundsätzen des *respondeat superior*.<sup>761</sup> Der EuGH hatte in einem Vorlageverfahren sinngemäß die Frage zu klären, ob ein Verstoß gegen das Kartellverbot des Art. 101 Abs. 1 AEUV voraussetzt, dass der Mitarbeiter des Unternehmens, der die kartellwidrige Absprache getroffen hat, hierzu auch vom satzungsmäßigen Vertreter bevollmächtigt war.<sup>762</sup> Der EuGH antwortete, dass „Art. 101 AEUV keine Handlung und nicht einmal Kenntnisse der Inhaber oder Geschäftsführer des betreffenden Unternehmens voraussetzt, sondern die Handlung einer Person genügt, die berechtigt ist, für das Unternehmen tätig zu werden“.<sup>763</sup> Der EuGH<sup>764</sup> begründete dies damit, dass verbotene Kartellabsprachen meist verborgen abgehalten werden und keinen Formvorschriften unterliegen. Im Endeffekt geht es dabei um eine effektive Umsetzung des

---

761 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12; dazu *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 224 ff.

762 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12, Rn. 12.

763 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12, Rn. 25 mit Verweis auf Urt. v. 7.6.1983, *Musique Diffusion française u. a./Kommission*, 100/80 bis 103/80, Slg. 1983, 1825, Rn. 97.

764 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12, Rn. 26 f.



EU-Kartellrechts.<sup>765</sup> Mit der Berechtigung für das Unternehmen tätig zu werden, soll ein ausreichender Bezug zum Unternehmen hergestellt sein. Unternehmen und seine Mitarbeiter werden im europäischen Kartellrecht als wirtschaftliche Einheit betrachtet.<sup>766</sup> Eine Grenze des Zurechnungsbereichs zieht der EuGH erst, wenn es sich um ein anderes Unternehmen handelt, was etwa bei selbstständigen Dienstleistern der Fall sein soll.<sup>767</sup> Ihr Handeln wird dem Unternehmen nur zugerechnet, wenn der Dienstleister in Wirklichkeit unter der Leitung oder der Kontrolle des beschuldigten Unternehmens tätig ist, oder das Unternehmen das wettbewerbswidrige Verhalten kannte oder es vernünftigerweise vorherzusehen war.<sup>768</sup> Ausreichend für die Zurechnung ist also bereits allein das objektiv zu bestimmende Kriterium der Leitung oder Kontrolle über die pflichtwidrig handelnde Person.

Diese Gedanken lassen sich auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen. Das wertende Kriterium der Zugehörigkeit des pflichtwidrig handelnden Mitarbeiters zum Unternehmen liefert bei der Frage der Zugehörigkeit der Information zum Emittenten in Art. 17 Abs. 1 MAR die Voraussetzung des unmittelbaren Betreffens. Zuzugeben ist dabei, dass der kartellrechtliche Unternehmensbegriff in Art. 101 AEUV denkbar weit ist und den Begriff des Emittenten übersteigt.<sup>769</sup> Sofern es sich aber nur um die Beziehung zwischen dem Emittenten als juristischer Person und einem Mitarbeiter oder den Organen dieser juristischen Person handelt, sprechen die Gründe einer ebenso effektiven Umsetzung des Art. 17 Abs. 1 MAR dafür, auch den Emittenten und seine Mitarbeiter analog zur kartellrechtlichen Haftungseinheit als eine Art „Informationseinheit“ zu betrachten. Schließlich ist unmittelbar aus Art. 17 Abs. 1 MAR nicht der Vorstand oder bestimmte Mitarbeiter, sondern der Emittent verpflichtet.<sup>770</sup> Im Ergebnis entscheidend ist, wie dargelegt, der objektiv zu bestimmende Informationsherrschaftsbereich des Emittenten, der sich danach richtet, auf welche Informationen der Emittent Zugriff hat.

---

765 Weck, NZG 2016, 1374, 1375.

766 EuGH Urt. v. 21.7.2016; Az. C-542/14 Rn. 23; Wagner, ZHR 181 (2017), 203, 225.

767 EuGH Urt. v. 21.7.2016, Az. C-542/14, dazu ders., ZHR 181 (2017), 203, 225.

768 EuGH Urt. v. 21.7.2016, Az. C-542/14, Rn. 33.

769 Siehe dazu näher noch S. 244.

770 Vgl. zum alten Recht bereits Braun, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47.

b) Ergebnis: Der „Wissende“ beim Emittenten

Legt man einerseits die umfassende Informationsverantwortung für Informationen aus dem Informationsherrschaftsbereich des Emittenten zugrunde und zieht die Informationsgrenze im Merkmal „unmittelbar betreffen“ bedeutet das, dass diese Informationszugriffsgrenze erst bei „von außen“ kommenden Informationen beginnt. Wenn man den Emittenten, seine Organe und Mitarbeiter als eine Informationseinheit versteht, handelt es sich bei Informationen, auf die diese Personen Zugriff haben, um Informationen „von innen“. Dann ist es unerheblich, wer und auf welcher Hierarchiestufe innerhalb des Emittenten Kenntnis von der Insiderinformation hat oder hätte haben müssen.<sup>771</sup> Das ist ein weiterer entscheidender Unterschied zur Wissenszurechnung, denn auch wenn einerseits nach dem BGH eine Informationsorganisationspflicht besteht, die sich nach der Relevanz der Information bestimmt, ist die Anknüpfung an einen personalen Kreis für die Zurechnung nicht aufgegeben.<sup>772</sup> Der Emittent hat innerhalb seines Informationsherrschaftsbereichs, vermittelt durch alle Mitarbeiter und Organe, eine umfassende Informationsverantwortung für die seinen fundamentalwert beeinträchtigenden kursrelevanten Informationen. Auch auf Vorgänge wie Compliance-Verstöße innerhalb der „unteren Mitarbeiterebene“ hat der Emittent Informationszugriff, weil sich sein Informationsherrschaftsbereich nach der hier vertretenen Ansicht auf alle Insiderinformationen, vermittelt durch sämtliche Mitarbeiter und Organe, erstreckt. Er ist daher derjenige, der nach der Wertung des Art. 17 Abs. 1 MAR für die Veröffentlichung der Information zuständig ist. Es entspricht dem maximal möglichen Schutz des Systemvertrauens, auch eine Insiderinformation aus der „unteren Managementebene“ und tiefer der Informationspflicht bzw. dem Verantwortungsbereich aus Art. 17 Abs. 1 MAR zu unterwerfen.

Die Anreizfunktion aus der Haftungsvermeidung in Verbindung mit dem gesetzlich normierten Anreizsystem des Art. 17 Abs. 4 MAR soll den Emittenten von selbst zur effizienten Informationssuche verleiten. Dass häufig der Vorstand derjenige ist, der Informationen als erstes kennt, da viele ad-hoc-pflichtige Vorgänge auf seine Initiative zurückgehen,<sup>773</sup>

---

771 Im Ergebnis auch *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 49; *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89.

772 Siehe S. 130 ff.

773 *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47.

erleichtert die Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht.<sup>774</sup> Da die Ad-hoc-Pflicht aber keine Bereichsausnahme kennt, besteht sie trotzdem auch in den übrigen Fällen, wo dies nicht der Fall ist, wie gerade bei Compliance-Sachverhalten.

Im Ergebnis begründen damit alle Insiderinformationen die Veröffentlichungspflicht des Emittenten, die ihn unmittelbar betreffen. Das sind solche, die seiner Informationsverantwortung unterliegen, weil sie erstens seinen Fundamentalwert beeinträchtigen und zweitens seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegen, der dem Emittenten durch seine Organe und Mitarbeiter vermittelt wird.

---

774 Dagegen etwa *Grigoleit*, in: *Grigoleit - AktG*, § 78 Rn. 50, der dies sogar als Grenze des informationspflichtigen Kreises erachtet.