

Wissen und Ad-Hoc-Publizität

Von

Grigory Bekritsky

Duncker & Humblot • Berlin

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil

Einführung	29
§ 1 Problemaufriss.....	29
§ 2 Meinungsstand und praktische Unterschiede	34
A. Kenntnis des Emittenten als pflichtenbegründendes Tatbestandsmerkmal.....	34
I. Tatbestandliche Verankerung.....	34
II. Wissenszurechnung	37
B. Kenntnisunabhängigkeit der Ad-Hoc-Publizität	40
I. Objektiver Ansatz.....	40
II. Wissenmüssen bzw. (grob) fahrlässige Unkenntnis.....	43
C. Verlagerung auf nationale Ebene.....	44
§ 3 Vergleich und praktische Implikationen.....	45
A. Omnipräsenz der „Wissenszurechnung“ als „Wissensorganisation“	45
B. Unterschiede zwischen den Auffassungen.....	47
C. Konzernbetrachtung.....	49

Zweiter Teil

Infonnationspflichten und Verhaltenssteuerung	51
§ 4 Informationelle Regulierung des Kapitalmarkts.....	51
A. Überblick	51
B. Ziele einer Veröffentlichung von Insiderinformationen und ihre Grenzen.....	53
I. Effizienter Kapitalmarkt.....	53
1. Informations- und Allokationseffizienz.....	53
2. Operationelle und institutioneile Effizienz.....	54
3. Kostenminimierung und Floodgates Argument.....	56
4. Tatsächlicher Aufwand und Opportunitätskosten.....	58
5. Haftungsrisiken und Rechtsunsicherheit	61
6. Geheimhaltungsinteressen.....	64
II. Anlegerschutz.....	65
1. Bedeutung und Verankerung in der MAR.....	65

2. Anlegerschutz als Marktvertrauensschutz.....	66
3. <i>Information Overload</i> und Substitutionseffekt.....	69
III. Reduktion von Agenturkosten	71
1. Begriff	71
2. Keine Verankerung in der MAR	72
3. Fehlende Erforderlichkeit der Informationssuche und -Organisation	73
4. Doppelrolle der Anleger	75
IV. Zwischenergebnis.....	77
C. Erfordernis einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR	77
I. Ziel und Eingrenzung der Untersuchung.....	77
II. Die Information als öffentliches Gut und positive Externalität.....	78
1. Bedeutung	78
2. Im Ausgangspunkt fehlender Anreiz zur Veröffentlichung	80
3. Keine direkte Übertragung auf Informationsbeschaffung und -Organisation	81
4. Mittelbare Wirkung bei bestehender Veröffentlichungspflicht.....	82
5. Unterschiedliche Anreizstruktur	83
6. Aufleben des redundanten Aufwands.....	86
7. Risikoziurordnungskriterien als Lösung für redundanten Aufwand.....	87
III. Prinzipal-Agenten-Probleme	88
1. Kein Interessengleichlauf zwischen Emittent und Management	88
2. Rechtfertigung für Veröffentlichungspflicht.....	89
3. Keine Übertragung auf Informationssuche und -Organisation	90
IV. Standardisierung.....	93
V. Zwischenergebnis.....	94
§ 5 Rechtsfolgenbetrachtung.....	95
A. Ziel der Untersuchung.....	95
B. Aufsichtsrechtliche Verwaltungsmaßnahmen nach Art. 30 Abs. 2 MAR.....	96
I. Systematik und Differenzierungen.....	96
II. Nicht-finanzielle Sanktionen und Maßnahmen.....	98
III. Finanzielle Sanktionen.....	99
IV. Kein unionsrechtlich gefordertes Verschulden	102
V. Folgerungen für die Tatbestandsseite.....	106
1. Ressourceneinsatz des Emittenten.....	106
2. Rechtsunsicherheit..... ;	107
3. Betroffenheit der Anleger	108
4. Keine wesentlichen Unterschiede bei persönlicher Verantwortung	109
C. Zivilrechtliche Folgen	109
I. Ausgangspunkt.....	109
II. Abgrenzung zur nationalen Schutzgesetzthematik	111

III. Funktionale Subjektivierung	112
IV. EuGH-Rechtsprechung in <i>Courage</i> und <i>Munoz</i>	114
V. Art. 17 MAR als „grundlegende Bestimmung“	117
VI. Sekundärrechtliche Gesetzgebungsbestrebungen nach <i>Mmoz</i> und <i>Courage</i>	119
VII. Folgerungen für die Tatbestandsseite	121
1. Erhöhte Haftungsrisiken für Emittenten	121
2. „Pocket Shifting“	122
3. Verschiebung der Klagebefugnis	123
D. Zwischenergebnis	124

Dritter Teil

Wissen und Wissensorganisation im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR 126

§ 6 Gegenstand des Wissens	126
A. Ziel der Untersuchung	126
B. Eigenschaften des Wissensbegriffs	127
I. Die Funktionalität des Wissensbegriffs	127
1. Keine allgemeine Wissensdefinition	127
2. Grundbegriffe zur kontextabhängigen Ausformung	128
II. Die Relativität des Wissensbegriffs	131
1. Betrachtung natürlicher Personen	131
2. Betrachtung juristischer Personen	133
III. Normativität des Wissensbegriffs	135
1. Auslegung anhand normativer Vorgaben	135
2. Maßgeblichkeit des Zwecks eines Wissenserfordernisses	137
C. Konsequenzen für den Umgang mit dem Wissensbegriff	140
I. Wissen und Wissenmüssen	140
1. Begriffliche Unterscheidung durch den Gesetzgeber	140
2. Sorgfaltsmaßstab beim Wissenmüssen	143
3. Rolle des „Blind-Eye-Knowledge“	144
4. Verhältnis zwischen Wissenmüssen und Wissenkönnen	145
II. Verhältnis zwischen Wissen, anderen subjektiven Elementen und Fahrlässigkeit	146
1. Überblick	146
2. <i>Mens rea</i>	147
3. Art. 30 IStGH-Statut	148
4. <i>Negligence</i>	150
5. „Eventualwissen“	153

III. Rechts- und Tatsachenkenntnis	154
1. Bedeutung	154
2. Folgen für die Interpretation des IKB-Urteils.....	155
D. Verhältnis von Wissen, Verhalten und Zurechnung.....	157
I. Wissen und Verhalten als Bezugspunkte der Zurechnung.....	157
II. Wissenszurechnung als globales Phänomen	158
III. Wissensorganisationspflichten als Rechtsfortbildung.....	160
E. Besonderheiten bei juristischen Personen.....	163
I. Überblick	163
II. „Aktenwissen“	163
1. Bedeutung	163
2. Rechtliche Einordnung	163
3. Erwägungen für die praktische Handhabung	165
III. Vergessene Umstände aktueller Mitarbeiter	167
IV. Wissen ehemaliger Mitarbeiter	168
V. Teilwissen aktueller Mitarbeiter.....	170
F. Zwischenergebnis.....	171
§ 7 Ad-Hoc-Publizität und nationale Vorschriften	172
A. Grundsätzliche Bedenken im Zusammenhang mit dem Wissenserfordernis	172
I. Beschränkter Bedeutungsgehalt für die Auslegung von Unionsrecht.....	172
II. Unterschiedliche Verschuldensmaßstäbe nationaler Vorschriften.....	173
III. Keine gespaltene Auslegung unionaler Vorschriften.....	174
IV. Unterscheidung zwischen Pflichtverletzung und Verschulden	175
B. Verständnis des nationalen Gesetzgebers	178
I. „Mitteilung“.....	178
II. „Zögern“.....	179
III. Aussagegehalt des § 97 Abs. 3 WpHG	180
IV. Keine Modalitätenäquivalenz zwischen § 97 und § 98 WpHG.....	181
C. Zwischenergebnis.....	183
§ 8 Das Wissenserfordernis als Tatbestandsmerkmal des Art. 17 Abs. 1 MAR	183
A. Untersuchungsgegenstand	183
B. Verhältnis von „Bekanntgabe“ und Wissen in der MAR	184
I. Die „Bekanntgabe“ im Rahmen der Offenlegungsvorschriften	184
1. Ambivalenz des allgemeinen Sprachgebrauchs.....	184
2. Begriffliche Unterschiede im Normtext	186
3. Veröffentlichung von <i>Director's Dealings</i> nach Art. 19 Abs. 3 MAR ...	187
4. Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 7 MAR.....	188
5. Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR.....	189

6. Schlussfolgerungen aus der Gegenüberstellung der Veröffentlichungspflichten	190
ft. Verhältnis zu den Insiderregelungen der Art. 8 MAR und Art. 10 MAR ...	191
1. Keine Offenlegungsvorschriften	191
2. Die einzelnen Verhaltensweisen der Art. 8 und Art. 10 MAR.....	192
a) Insiderhandelsverbot nach Art. 8 MAR	192
b) Offenlegungsverbot nach Art. 10 MAR.....	192
C. Gesetzgeberischer und behördlicher Assoziationshaushalt.....	195
I. Beispiele für Insiderinformationen	195
1. Erwägungsgründe Nr. 17 und Nr. 50 der MAR.....	195
2. Beispiele in den behördlichen Erläuterungen	197
II. Aussagegehalt der Beispiele	198
III. Konkrete Formulierung der Beispiele	199
IV. Unternehmensinterne Organisation	201
D. Verhältnis zu der „Unverzüglichkeit“	202
I. Systematischer Abgleich	202
1. Bestandsaufnahme.....	202
2. Keine Systematisierung anhand von Unterschieden.....	204
3. Systematisierung anhand von Gemeinsamkeiten	204
II. „Unverzüglichkeit“ im Rahmen anderer Vorschriftender MAR	206
1. Unverzügliche Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 7 MAR.....	206
2. Unverzüglichkeit im Rahmen des Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR.....	207
3. Unverzüglichkeit im Rahmen des Art. 17 Abs. 8 MAR.....	208
III. Bedeutung der „Unverzüglichkeit“ im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR 209	
1. Autonomer Begriff des Unionsrechts	209
2. Keine Ausweitung auf ein Wissenmüssen.....	212
3. Keine Ausweitung auf ein Wissenkönnen.....	214
IV. Aussagen der BaFin zur Unverzüglichkeit	216
E. Verhältnis zur „unmittelbaren Betroffenheit“	219
I. Binnensystematischer Regelungsvergleich	219
1. Kenntniserfordernis trotz „unmittelbarer Betroffenheit“	219
2. Kontext der jeweiligen Vorschriften	220
3. Begrenzung durch „awareness“.....	221
II. Risikozuordnung	223
1. Aussagegehalt des <i>Cheapest Cost Information Seeker</i>	223
2. Anleger als <i>Superior Risk Bearer</i>	224
3. Vermeidung redundanten Aufwands	225
m. Aussagen des CESR zur „unmittelbaren Betroffenheit“.....	226

F. Übergeordnete Grundsätze.....	227
I. <i>Ultra posse nemo obligatur</i>	227
1. Maßgeblichkeit des Zeitpunkts der Pflichtenentstehung.....	227
2. EuGH in Sachen <i>DSV Road</i>	228
3. Übertragung auf Art. 17 Abs. 1 MAR.....	231
II. Verfassungsrechtliche Sanktionsvorgaben nach Art. 49 GRCh und Art. 7 EMRK	232
1. Bestimmtheitsgrundsatz.....	232
2. Analogieverbot.....	234
III. Grundsatz des <i>Effet Utile</i>	237
1. Zum Grundsatz des <i>Effet Utile</i> „im engeren Sinne“	237
2. Zum Grundsatz des <i>Effet Utile</i> „im weiteren Sinne“	239
G. Entstehungsgeschichte: Gefahr der „selektiven Weitergabe“	242
I. Die Ad-Hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsrichtlinie.....	242
II. Fortgeltung bei der Marktmissbrauchsverordnung	244
H. Zwischenergebnis.....	245
§ 9 Keine Anwendung von Wissensorganisationspflichten	246
A. Einordnung.....	246
B. Aussagegehalt der Erwägungen zum Wissenserfordernis.....	247
C. Entstehungskontext	248
I. Die Leitentscheidungen.....	248
II. Rechtsgeschäftlicher Kontext.....	249
III. Rechtfertigungsbedürftige Erweiterungstendenzen.....	251
D. Fehlende Übertragbarkeit der Begründungsmuster.....	252
I. Vertrauens- und Verkehrsschutz.....	252
II. Prinzip der Risikozuweisung	253
III. Gleichstellungsargument und Einheit der juristischen Person	255
E. Konkrete Anwendung von Wissensorganisationsanforderungen	257
I. Anlassbezogene Wissensorganisation	257
II. Feststellung einer potentiell veröffentlichungspflichtigen Information	260
III. Insbesondere keine Ausweitung durch Compliance-Schulungen.....	262
F. Zwischenergebnis.....	265

Vierter Teil

Wissenszurechnung im Rahmen des Art 17 Abs. 1 MAR 267

§ 10 Maßstäbe der Wissenszurechnung	267
A. Einordnung.....	267
B. Aussagegehalt der Erwägungen zur Wissensorganisation.....	267

C. Der Emittent als Zuordnungsobjekt der Ad-Hoc-Publizität.....	268
D. Von der Zurechnungsregel zur Tatbestandsauslegung.....	270
I. Kein Gleichlauf zwischen Wissenszurechnung und Gesellschaftsrecht	270
II. Wissen und Wissenszurechnung als funktionales Wissen.....	271
III. Methodische Anknüpfungspunkte.....	273
IV. Unionsrechtliche Implikationen.....	276
E. Das <i>Respondeat-Superior-Prinzip</i> des Art. 101 AEUV	279
I. Zweck der Untersuchung.....	279
II. Auslegung des „Unternehmens“ als Ausgangspunkt.....	280
III. Gedanke des <i>Respondeat Superior</i>	281
IV. Keine Anwendung bei Wissensnormen.....	283
F. Kontextabhängige Auslegung bei kenntnisabhängiger <i>Primary Liability</i>	285
I. Ausschließlich <i>Primary Liability</i> nach Art. 17 Abs. 1 MAR	285
II. „Directing mind and will“	290
Ei. Ausschließlich funktionale Betrachtung des „Directing mind and will“ ...	291
G. Die Wissenszurechnung nach Art. 9 Abs. 1 MAR	294
I. Anwendungsfeld.....	294
II. Regelungsgehalt.....	294
III. Bestätigung des hergeleiteten Prüfungskonzepts.....	296
H. Zwischenergebnis.....	297
§11 Relevante Personen im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR.....	299
A. Anknüpfung an verantwortliche Personen.....	299
I. Aussagegehalt des Art. 30 Abs. 2 lit. e MAR.....	299
1. Führungspersonen und andere verantwortliche Mitarbeiter.....	299
2. Keine Anwendung des Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR.....	300
3. Vorgaben zum Grad der Verantwortung	303
II. Bezugspunkte der Verantwortung	304
1. Ausgangspunkt.....	304
2. „Bekanntgabe“ von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 MAR ...	305
a) Begriffliche Reichweite.....	305
b) <i>Ultra-Posse-Grundsatz</i>	307
3. „Aufschieben“ der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR.....	308
a) Begriffliche Reichweite.....	308
b) Verhältnis zwischen „Bekanntgabe“ und „Aufschub“.....	309
c) Schutzzwecküberlegungen	311
d) Wahrnehmung der Selbstbefreiungsmöglichkeit	313
e) Zwischenschritte	314
B. Folgen für die Wissenszurechnung	316
I. Kenntnis der Führungspersonen.....	316

II. Kenntnis von Mitarbeitern nachgeordneter Hierarchieebenen	317
1. Keine Wissenszurechnung kraft originärer Verantwortung.....	317
2. Wissenszurechnung kraft abgeleiteter Verantwortung	319
III. Spezialfall: Kenntnis der Aufsichtsratsmitglieder.....	321
1. Ausgangspunkt.....	321
2. Erwartungshaltung des Ordnungsgebers hinsichtlich aufsichtsratspezifischer Insiderinformationen.....	323
3. Keine Zuständigkeit für die „Bekanntgabe“.....	325
a) Standardisierungsgedanke.....	325
b) Ausschöpfung der Selbstbefreiungsmöglichkeit des Emittenten.....	326
4. Beschränkte Zuständigkeit für den Selbstbefreiungsbeschluss nach Art. 17 Abs. 4 MAR.....	327
a) Irrelevanz des Standardisierungsgedankens.....	327
b) Insiderrechtliche Würdigung aufsichtsratspezifischer Zwischenschritte	327
c) Vergleichbarkeit des Verantwortungsgrades.....	329
IV. Aussage der BaFin zur unternehmensinternen Organisation.....	331
V. Ausblick: Monistische Emittenten mit funktional dualistischer Struktur ...	332
VI. Zwischenergebnis.....	334
C. Kenntnis der Einzelpersonen oder des gesamten Gremiums	335
I. Problemstellung	335
II. Die Führungsebene und ihre Mitglieder	336
1. Ausgangspunkt.....	336
2. Keine Rückschlüsse aus Art. 19 Abs. 1 MAR.....	337
3. Verantwortung einer einzelnen Führungskraft	338
4. Erst-Recht-Schluss zur vertikalen Delegation auf nachgeordnete Mitarbeiter	340
III. Ad-Hoc-Gremien und der Aufsichtsrat	341
1. Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu Führungspersonen	341
2. Einzelwissen beim Ad-Hoc-Gremium.....	342
3. Gesamtwissen beim Aufsichtsrat.....	343
IV. Zwischenergebnis.....	345
D. Risikoordnung	346
I. <i>Cheapest Cost Avoider</i>	346
II. <i>Superior Risk Bearer</i>	348
III. Zwischenergebnis.....	350
§ 12 Schranken der Wissenszurechnung.....	350
A. Rechtliche Unmöglichkeit und deren unionsrechtliche Verankerung.....	350
B. Verschwiegenheitspflichten	352
I. Anknüpfung an unternehmerische Freiheit nach Art. 16 GRCh.....	352

II. Abwägung mit Zielen der Ad-Hoc-Publizität.....	355
C. Individualschutz.....	357
I. <i>Nemo-Tenetur-Grundsatz</i>	357
1. Gegenstand und Abgrenzung.....	357
2. Reichweite des <i>Nemo-Tenetur-Grundsatzes</i> im Unionsrecht	358
3. Abwägungskriterien.....	360
4. Anwendung auf Art. 17 MAR.....	361
5. Spannungsverhältnis zu Präventionswirkung	364
II. Persönlichkeitsrecht.....	365
1. Relevante Konstellationen.....	365
2. Gewährleistungsbereich des Persönlichkeitsrechts.....	365
3. Abwägung mit Zielen des Art. 17 MAR.....	366
III. Keine Verortung in Art. 17 Abs. 4 MAR	369
D. Zwischenergebnis.....	371

Fünfter Teil

Schluss	372
§ 13 Stringenz in der Konzernbetrachtung.....	372
A. Ausgangspunkt: Juristische Person als Normadressat.....	372
B. Nur Mutter- oder Tochtergesellschaft als Emittent.....	373
I. Keine Konzernbetrachtung „auf Umwegen“.....	373
II. Keine Wandlung der Überwachungsfunktion in eine Führungsfunktion ...	375
C. Sowohl Mutter- als auch Tochtergesellschaft als Emittenten.....	376
I. Insiderinformation, die entweder Mutter oder Tochter unmittelbar betrifft	376
II. Insiderinformation, die sowohl Mutter als auch Tochter unmittelbar betrifft	376
D. Zwischenergebnis.....	378
§ 14 Zusammenfassung in Thesen	378
Literaturverzeichnis	385
Sachverzeichnis	411