

CARL ALEXANDER STROBEL

Die Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
142*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

142



Carl Alexander Strobel

Die Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch

Mohr Siebeck

Carl Alexander Strobel, geboren 1996; Studium der Rechtswissenschaft an der Universität Leipzig; 2020 Erste Juristische Prüfung; wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Leipzig; 2022 Magister Juris an der University of Oxford; Wissenschaftlicher Mitarbeiter in internationaler Großkanzlei und an der Universität Hamburg; 2025 Promotion; Rechtsreferendariat am Hanseatischen OLG.
orcid.org/0009-0009-2759-2265

Gefördert durch den Verein zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrecht e.V., München.

ISBN 978-3-16-200365-2 / eISBN 978-3-16-200366-9

DOI 10.1628/978-3-16-200366-9

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2026 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier. Satz: Laupp & Göbel, Gomaringen

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Meinen Eltern

Cornelia und Reiner

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Sommersemester 2025 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Hamburg als Dissertation angenommen. Sie entstand weitgehend während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an den Universitäten Leipzig und Hamburg. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Dezember 2025 berücksichtigt werden.

Der erste und tief empfundene Dank gilt an dieser Stelle meiner geschätzten Doktormutter, Frau Prof. Dr. *Dörte Poelzig* M.Jur. (Oxon). Sie hat diese Arbeit nicht nur fachlich hervorragend betreut, sondern ist mir seit fast zehn Jahren eine akademische Lehrerin und Mentorin, die meinen beruflichen Lebensweg durch ihre unschätzbare Förderung maßgeblich geprägt hat. Für die außerordentlich schnelle Erstellung des Zweitgutachtens und seine wertvollen Hinweise gebührt mein herzlicher Dank zudem Herrn Prof. Dr. *Christoph Kumpan* LL.M. (Univ. of Chicago).

Dem Verein zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V. danke ich vielmals für die Gewährung eines großzügigen Druckkostenzuschusses. Außerdem bedanke ich mich bei den geschätzten Herausgebern für die Aufnahme in die Reihe „Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht“.

Bei der Entstehung dieser Arbeit durfte ich auf die Freundschaft und Unterstützung vieler Menschen zählen, deren Freund zu sein ich die Ehre habe und denen ich allesamt von Herzen dankbar bin. So gern ich sie alle hier aufzählen möchte, würde das doch den Rahmen dieses Vorworts sprengen. Eine Ausnahme sei erlaubt: Insbesondere gilt mein Dank Herrn Dr. *Florian G. F. Wundrich* für seine Freundschaft und die fruchtbaren Diskussionen zu dieser Arbeit.

Ausdrücklich danken möchte ich zudem Frau Dr. *Xiong Tingting*.

Meinem Bruder *Philipp* und meinem Vater *Reiner* danke ich für die zeit- und – ich fürchte – auch nervenraubende Korrektur des Manuskripts.

Der letzte und größte Dank gebührt aber meiner Partnerin, *Milena*, ohne deren bedingungslose Liebe und Unterstützung die Fertigstellung dieser Arbeit und so vieles mehr undenkbar gewesen wäre.

Hamburg, im März 2026

Carl Alexander Strobel

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Verzeichnis der abgekürzt zitierten Gesetzestexte	XXIX
1. Teil: Einleitung	1
§ 1 Problemaufriss	1
§ 2 Untersuchungsbedarf	3
§ 3 Gegenstand der Untersuchung	4
§ 4 Gang der Untersuchung	5
2. Teil: Vorbetrachtungen	7
§ 1 Grundzüge der europäischen Kapitalmarktregulierung	7
A. Historischer Abriss	8
B. Besonderheiten europäischer Kapitalmarktrechtsetzung: Lamfalussy II-Verfahren	9
C. Aufsicht	12
D. Zusammenfassung zu § 1	13
§ 2 Stufenverhältnis zwischen Unionsrecht und mitgliedstaatlichem Recht	14
A. Vertikales Stufenverhältnis zwischen europäischem und deutschem Recht	15
B. Folgen des Stufenverhältnisses	16
C. Zusammenfassung zu § 2	17
§ 3 Grundlinien der Auslegung des Unionsrechts	17
A. Zuständigkeit zur Auslegung des Unionsrechts	18
B. Gebot der unionsrechtsautonomen Auslegung	19
C. Methodik der Auslegung von Unionsrecht	19

D. Primärrechtskonforme Auslegung	23
E. Zusammenfassung zu § 3	24
<i>§ 4 Marktmissbrauchsverordnung – VO (EU) Nr. 596/2014 (MAR)</i>	24
A. Rechtsnatur, Systematik	25
B. Vollharmonisierender Charakter	26
C. Besonderheiten bei der Auslegung der MAR	29
D. Zusammenfassung zu § 4	32
<i>§ 5 Marktmissbrauchsrichtlinie – RL 2014/57/EU (CRIM-MAD)</i>	33
A. Hintergrund, Systematik, Umsetzung	33
B. Auslegung der CRIM-MAD	36
C. Auslegung nationalen Rechts mit Richtlinienbezug	36
D. Zusammenfassung zu § 5	38
<i>§ 6 Begriffsklärungen</i>	38
A. Marktmissbrauchsverbote	38
B. Juristische Person	39
C. Verantwortlichkeit und Zurechnung	69
D. Strafrechtliche und verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen im Sinne von MAR und CRIM-MAD	71
<i>§ 7 Ergebnis zu Teil 2</i>	78
 3. Teil: Maßgeblichkeit des Unionsrechts zur Entwicklung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen	81
<i>§ 1 Problemstellung</i>	82
<i>§ 2 Vorfrage: Kompetenz des EuGH</i>	83
A. Vertikale Kompetenzverteilung (Verbandskompetenz)	84
B. Horizontale Kompetenzverteilung (Organkompetenz)	92
C. Kein Initiativrecht des EuGH	96
D. Zusammenfassung zu § 2	96
<i>§ 3 Unionsrechtlich auszufüllende Regelungslücke hinsichtlich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen</i>	96
A. Stand der Diskussion	97
B. Begriff der Rechtslücke	98
C. Vorliegen einer „internen“ Rechtslücke hinsichtlich der Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen in der MAR	115

D. Zusammenfassung zu § 3	132
§ 4 Ergebnis zu Teil 3	133
4. Teil: Entwicklung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen auf Grundlage des Unionsrechts	135
§ 1 Methodische Ansatzpunkte	135
§ 2 Lückenfüllung durch allgemeine Rechtsgrundsätze des Unionsrechts	137
A. Arten und Ermittlung allgemeiner Rechtsgrundsätze	138
B. Kein allgemeiner Rechtsgrundsatz hinsichtlich der Verantwortlichkeit juristischer Personen	140
C. Zusammenfassung zu § 2	141
§ 3 Analogie zum europäischen Wettbewerbsrecht	141
A. Verantwortlichkeitsproblematik im europäischen Wettbewerbsrecht .	142
B. Übertragbarkeit auf die marktmissbrauchsrechtlichen Verbotsnormen	155
C. Zusammenfassung zu § 3	161
§ 4 Analogie zum europäischen Datenschutzrecht	161
§ 5 Entwicklung der Zurechnungsvoraussetzungen im Wege der Rechtsfortbildung	163
A. Stand der Diskussion	164
B. Entwicklung der Voraussetzungen im Wege der prinzipiengeleiteten Rechtsfortbildung	170
C. Kein Verstoß gegen das primärrechtliche Analogieverbot	253
D. Zusammenfassung zu § 5	255
§ 6 Weitere Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch	256
A. Zusammenrechnung teilweiser Tatbestandsverwirklichungen	256
B. Parallele Verantwortlichkeit von natürlicher Person und juristischer Person	264
C. Keine Notwendigkeit der Individualisierung einer den Tatbestand verwirklichenden konkreten natürlichen Person	268
D. Zusammenfassung zu § 6	273
§ 7 Ergebnis zu Teil 4	273

5. Teil: Anwendungsbereich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen im Zusammenspiel zwischen MAR, CRIM-MAD und deutschem Recht	275
§ 1 Rechtsfolgen von Marktmissbrauch juristischer Personen	275
A. Straf- und verwaltungsrechtliche Rechtsfolgen von Marktmissbrauch juristischer Personen	276
B. Zivilrechtliche Rechtsfolgen	292
C. Zusammenfassung zu § 1	295
§ 2 Grundsätzlicher Anwendungsbereich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen der MAR	295
§ 3 Beschränkung des Anwendungsbereichs durch die besonderen Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen aus der CRIM-MAD	297
A. Vorgaben der CRIM-MAD bezüglich der Verantwortlichkeit und Sanktionierung juristischer Personen	298
B. Determinierungsbereich der CRIM-MAD hinsichtlich Sanktionen gegenüber juristischen Personen	301
C. CRIM-MAD determinierte Sanktionen im deutschen Recht	304
D. Verantwortlichkeitsvoraussetzungen im deutschen Recht	306
E. Zusammenfassung zu § 3	327
§ 4 Geltung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen der MAR für zivilrechtliche Rechtsfolgen	328
§ 5 Ergebnis zu Teil 5	328
6. Teil: Abschließende Betrachtungen	331
§ 1 Plädoyer für eine Reform des europäischen Kapitalmarktrechts	332
§ 2 Zusammenfassung der Ergebnisse	336
Literaturverzeichnis	341
Sachregister	365

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Verzeichnis der abgekürzt zitierten Gesetzestexte	XXIX
1. Teil: Einleitung	1
§ 1 Problemaufriss	1
§ 2 Untersuchungsbedarf	3
§ 3 Gegenstand der Untersuchung	4
§ 4 Gang der Untersuchung	5
2. Teil: Vorbetrachtungen	7
§ 1 Grundzüge der europäischen Kapitalmarktregulierung	7
A. Historischer Abriss	8
B. Besonderheiten europäischer Kapitalmarktrechtsetzung: Lamfalussy II-Verfahren	9
C. Aufsicht	12
D. Zusammenfassung zu § 1	13
§ 2 Stufenverhältnis zwischen Unionsrecht und mitgliedstaatlichem Recht	14
A. Vertikales Stufenverhältnis zwischen europäischem und deutschem Recht	15
B. Folgen des Stufenverhältnisses	16
C. Zusammenfassung zu § 2	17
§ 3 Grundlinien der Auslegung des Unionsrechts	17
A. Zuständigkeit zur Auslegung des Unionsrechts	18
B. Gebot der unionsrechtsautonomen Auslegung	19
C. Methodik der Auslegung von Unionsrecht	19

D. Primärrechtskonforme Auslegung	23
E. Zusammenfassung zu § 3	24
<i>§ 4 Marktmissbrauchsverordnung – VO (EU) Nr. 596/2014 (MAR)</i>	24
A. Rechtsnatur, Systematik	25
B. Vollharmonisierender Charakter	26
C. Besonderheiten bei der Auslegung der MAR	29
I. Sprachliche und gesetzestechnische Mängel	29
II. Historische Auslegung der MAR	31
III. Bedeutung von Level 2 und Level 3-Rechtsakten	32
D. Zusammenfassung zu § 4	32
<i>§ 5 Marktmissbrauchsrichtlinie – RL 2014/57/EU (CRIM-MAD)</i>	33
A. Hintergrund, Systematik, Umsetzung	33
B. Auslegung der CRIM-MAD	36
C. Auslegung nationalen Rechts mit Richtlinienbezug	36
D. Zusammenfassung zu § 5	38
<i>§ 6 Begriffsklärungen</i>	38
A. Marktmissbrauchsverbote	38
B. Juristische Person	39
I. „Juristische Person“ im deutschen Recht	40
1. Grundkonzept der juristischen Person	40
2. Begriffsverständnis nach originär deutschem Zivilrecht	41
3. Begriffsverständnis bei unionsrechtlichem Normenhintergrund	42
4. Zusammenfassung zu I.	43
II. „Juristische Person“ im Kontext der MAR	43
1. Stand der Diskussion	44
a) Weites Begriffsverständnis	44
b) Enges Begriffsverständnis	45
2. Stellungnahme	46
a) Notwendigkeit einer unionsrechtsautonomen Auslegung	47
b) Wortlaut	47
c) Englische und französische Sprachfassungen	47
d) Systematik: Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 lit. d) MAR	48
e) Systematik: Kein einheitliches Verständnis im europäischen Primärrecht	49
f) Systematik: Legaldefinitionen und Begriff der „Rechtspersönlichkeit“	51
aa) Legaldefinitionen in der PIF-RL und der RL (EU) 2019/713	52

bb) Begriff der „Rechtspersönlichkeit“	52
(1) Rechtspersönlichkeit in der französischen und englischen Fassung der PIF-RL und RL (EU) 2019/713	53
(2) Rechtspersönlichkeit und „legal entity“ im Sinne des Art. 2 lit. h) Prospekt-VO	53
(3) Rechtspersönlichkeit im Sinne des Art. 2 Abs. 2a Transparenz-RL	54
(4) Rechtspersönlichkeit im Primärrecht	57
cc) Zusammenfassung zu f)	57
g) Systematik: Öffnungsklausel des Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID II	58
h) Telos und effet utile	58
i) Primärrechtskonforme Auslegung: Analogieverbot aus Art. 49 Abs. 1 S. 1 EUGRCh	60
aa) Problematik	60
bb) Anwendbarkeit des Art. 49 Abs. 1 S. 1 EUGRCh	61
(1) Durchführung von Unionsrecht gemäß Art. 51 EUGRCh	61
(2) Anwendbarkeit des Analogieverbots auf Art. 3 Abs. 1 Nr. 13 MAR	62
cc) Kein Verstoß gegen das Analogieverbot gemäß Art. 49 Abs. 1 S. 1 EUGRCh	64
dd) Zusammenfassung zu i)	67
j) Rechtsvergleichende Betrachtungen	67
k) Öffentlich-rechtliche juristische Personen	68
3. Zusammenfassung zu II.	69
III. „Juristische Person“ in der CRIM-MAD	69
IV. Zusammenfassung zu B.	69
C. Verantwortlichkeit und Zurechnung	69
D. Strafrechtliche und verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen im Sinne von MAR und CRIM-MAD	71
I. Sanktionen, Maßnahmen, Befugnisse	72
II. Strafrechtliche Sanktionen, verwaltungsrechtliche Sanktionen, verwaltungsrechtliche Maßnahmen	74
III. Verwaltungsrechtliche Sanktionen	77
IV. Verwaltungsrechtliche Maßnahmen im engeren Sinne	77
V. Zusammenfassung zu D.	78
§ 7 Ergebnis zu Teil 2	78

3. Teil: Maßgeblichkeit des Unionsrechts zur Entwicklung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen	81
§ 1 Problemstellung	82
§ 2 Vorfrage: Kompetenz des EuGH	83
A. Vertikale Kompetenzverteilung (Verbandskompetenz)	84
I. Bindung des EuGH an die Verbandskompetenzen der Union	84
II. Kein Überschreiten der Verbandskompetenz durch die Entwicklung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen	85
1. Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung, Art. 5 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 EUV	85
2. Subsidiaritätsprinzip und kompetenzbezogener Verhältnismäßigkeitsgrundsatz, Art. 5 Abs. 1 S. 2, Abs. 3, Abs. 4 EUV	88
3. Durchführungskompetenz der Mitgliedstaaten, Art. 291 Abs. 1 AEUV	91
III. Zusammenfassung zu A.	92
B. Horizontale Kompetenzverteilung (Organkompetenz)	92
C. Kein Initiativrecht des EuGH	96
D. Zusammenfassung zu § 2	96
§ 3 Unionsrechtlich auszufüllende Regelungslücke hinsichtlich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen	96
A. Stand der Diskussion	97
B. Begriff der Rechtslücke	98
I. Rechtslücke im deutschen Recht	99
II. Rechtslücke im Unionsrecht	101
1. Rechtslücken in der Rechtsprechung des EuGH	101
a) Rechtsprechung zur Analogiebildung	101
b) Rechtsprechung des EuGH zur Ausfüllung von Lücken im Übrigen	105
aa) Rs. Moré	105
bb) Vorgehen des EuGH im Wettbewerbs- und Datenschutzrecht	107
2. Unionsrechtliche Rechtslücken im Schrifttum	108
3. Stellungnahme	109
III. Zusammenfassung zu B.	114
C. Vorliegen einer „internen“ Rechtslücke hinsichtlich der Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen in der MAR	115

I. Fehlen einer ausdrücklichen Regelung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen	115
II. Regelungskonzeptswidrige Unvollständigkeit der MAR hinsichtlich der Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen	117
1. Rückschluss aus dem Fehlen einer ausdrücklichen Regelung	117
2. Systematik: Rolle des Art. 8 CRIM-MAD	117
3. Harmonisierung als übergeordnetes Ziel der Rechtsetzung auf Unionsebene	119
4. Verordnungskarakter der MAR	119
5. Historie: Entstehungsgeschichte der MAR im Kontext der Reaktion auf die Finanzkrise	120
6. Erwägungsgrund 5 MAR	122
7. Erwägungsgrund 30 S. 3 MAR	123
8. Rechtsprechung des EuGH zum europäischen Wettbewerbs- und Datenschutzrecht	123
a) Unionsrechtlicher Ursprung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen im europäischen Wettbewerbsrecht	124
b) Unionsrechtlicher Ursprung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen im europäischen Datenschutzrecht	125
aa) Frühere Ausgangslage in der deutschen Debatte	126
bb) Urteil des EuGH v. 05.12.2023 – C-807/21 (Deutsche Wohnen SE)	128
c) Schlussfolgerung	129
9. Rolle der Art. 30, 23 MAR	130
D. Zusammenfassung zu § 3	132
§ 4 Ergebnis zu Teil 3	133
4. Teil: Entwicklung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen auf Grundlage des Unionsrechts	135
§ 1 Methodische Ansatzpunkte	135
§ 2 Lückenfüllung durch allgemeine Rechtsgrundsätze des Unionsrechts	137
A. Arten und Ermittlung allgemeiner Rechtsgrundsätze	138
B. Kein allgemeiner Rechtsgrundsatz hinsichtlich der Verantwortlichkeit juristischer Personen	140
C. Zusammenfassung zu § 2	141
§ 3 Analogie zum europäischen Wettbewerbsrecht	141

A. Verantwortlichkeitsproblematik im europäischen Wettbewerbsrecht	142
I. Anknüpfungspunkt der Zurechnung: Unternehmensbegriff	142
II. Differenzierung zwischen Zurechnung zum Unternehmen und im Unternehmen	144
III. Ausgestaltung der Zurechnung der Zuwiderhandlung durch natürliche Personen	147
1. Kreis der Zurechnungsträger	147
a) Rs. Musique Diffusion	147
b) Rs. Dole Foods	149
c) Rs. Schindler Holding Ltd u. a.	151
d) Zusammenfassung zu 1.	152
2. Zurechnungsziel	153
3. Gegenstand der Zurechnung	153
IV. Zusammenfassung zu A.	154
B. Übertragbarkeit auf die marktmissbrauchsrechtlichen Verbotsnormen	155
I. Methodischer Ansatz	156
II. Vorliegen der Analogievoraussetzungen	157
III. Zusammenfassung zu B.	160
C. Zusammenfassung zu § 3	161
<i>§ 4 Analogie zum europäischen Datenschutzrecht</i>	<i>161</i>
<i>§ 5 Entwicklung der Zurechnungsvoraussetzungen im Wege der Rechtsfortbildung</i>	<i>163</i>
A. Stand der Diskussion	164
I. Ansätze im Schrifttum	164
1. MAR-autonome Bestimmung der Zurechnungsvoraussetzungen	164
a) Klöhns Ansatz	165
b) Poelzig's Ansatz	166
c) Dengas Ansatz	166
2. Differenzierter Vorschlag Nietschs	167
3. Bestimmung mittels mitgliedstaatlichen Rechts	168
4. Zusammenfassung	168
II. Standpunkt der BaFin	169
III. Zusammenfassung zu A.	170
B. Entwicklung der Voraussetzungen im Wege der prinzipiengeleiteten Rechtsfortbildung	170
I. Methodische Grundlagen	171
II. Ausgangspunkt: Effet utile im Sinne größtmöglicher Wirksamkeit	174
1. Bestimmung des gesetzgeberischen Willens	174

a) Relevante Aspekte der Zielsetzung der Marktmisbrauchsverbote	175
aa) Kapitalmarktbezogene Zielsetzung	176
bb) Rechtsökonomische Zielsetzung	177
cc) Verhaltenslenkungsbezogene Zielsetzung	179
dd) Zusammenfassung zu a)	180
b) Grenze des gesetzgeberischen Willens: Unionsrechtliches Trennungsprinzip	180
aa) Inhalt des Trennungsprinzips	180
bb) Rechtliche Grundlagen des Trennungsprinzips im deutschen Recht und Unionsrecht	181
cc) Keine Zurechnung der Tatbestandsverwirklichung durch Angestellte von Tochtergesellschaften und Gesellschaften, die durch die juristische Person kontrolliert werden	182
(1) Geltung des Trennungsprinzips im europäischen Kapitalmarktrecht	183
(2) Widerspruch zwischen personenübergreifender Verantwortlichkeit im Konzernverhältnis und unionsrechtlichem Trennungsprinzip	184
dd) Zusammenfassung zu b)	184
c) Zusammenfassung zu 1.	185
2. Entwicklung der Zurechnungsvoraussetzungen unter der Zielsetzung maximaler Wirksamkeit (effet utile)	185
a) Möglichkeiten der Verhaltensbeeinflussung auf vertraglicher Grundlage	186
aa) Führungskräfte und Angestellte	186
bb) Lieferanten und Kunden	187
b) Verhaltensbeeinflussung auf faktischer Grundlage	188
c) Zusammenfassung zu 2.	189
3. Zusammenfassung zu II.	189
III. Einschränkung der Zurechnungsvoraussetzungen	190
1. Grundlage der Einschränkung: Verhältnismäßigkeitsgrundsatz	190
a) Inhalt und Bindungswirkung des unionsrechtlichen grundrechtsbezogenen Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes	191
b) Entwicklung der Zurechnungsvoraussetzungen als grundrechtsrelevante Maßnahme	192
c) Zusammenfassung zu 1.	195
2. Abstrakte Einschränkungskriterien	196
3. Konkrete Einschränkungskriterien	198
a) Nähebeziehung zwischen natürlicher und juristischer Person	198

aa) Notwendigkeit eines Beschäftigungsverhältnisses	199
bb) Organisationsherrschaft als Kriterium der Nähebeziehung	201
cc) Irrelevanz von Hierarchieebenen	203
dd) Zusammenfassung zu a)	204
b) Bezug des zuzurechnenden Marktmissbrauchs zu der juristischen Person	204
aa) (Vertragliche) Berechtigung zur Vornahme des marktmissbräuchlichen Verhaltens	206
bb) Abgrenzungskriterium: Verstoß „im Namen“ der juristischen Person	208
cc) Abgrenzungskriterium: Verstoß „im Auftrag“ der juristischen Person	210
dd) Abgrenzungskriterium: Verstoß „für Rechnung“ der juristischen Person	212
ee) Abgrenzungskriterium: Zwecksetzung des Zurechnungsträgers	214
ff) Lösungsvorschlag: Wertende Gesamtbetrachtung – Verstoß „im Auftrag“ der juristischen Person	215
(1) Ähnliche Ansätze in der Literatur	216
(2) Eigener Lösungsvorschlag	216
gg) Zusammenfassung zu b)	220
c) Unzureichende Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch durch natürliche Personen	220
aa) Tatbestandsausschließende Berücksichtigung auf Zurechnungsebene	223
(1) Wortlaut und Systematik	223
(2) Unterschiedliche Natur von Insiderhandel und Marktmanipulation?	226
(3) Rechtsökonomische und teleologische Erwägungen	228
(4) Nebeneinander des Zurechnungsausschlusses und anderer Compliance-Anforderungen	232
(5) Rechtsvergleichende Erwägungen	233
(6) Untauglichkeit der Berücksichtigung auf Verschuldensebene	233
(7) Zusammenfassung zu aa)	234
bb) Rechtliche Anforderungen an die zu ergreifenden Maßnahmen	235
cc) Angemessenheitsprüfung im Einzelfall	237
(1) Notwendigkeit einer Beurteilung im Einzelfall	237
(2) Bestimmung der Angemessenheit anhand einer Risikoanalyse	238

(3) Typische Präventionsmaßnahmen	241
dd) Anwendung des Angemessenheitskriteriums	244
(1) Problemstellungen	244
(2) Lösungsvorschläge	247
(3) Zusammenfassung zu dd)	249
ee) Folge der Berücksichtigung angemessener Präventionsmaßnahmen: Zurechnung aufgrund von Organisationsverschulden	250
ff) Zusammenfassung zu c)	250
IV. Keine Differenzierung zwischen den Voraussetzungen der Wissens- und Verhaltenszurechnung	251
V. Zusammenfassung zu B.	252
C. Kein Verstoß gegen das primärrechtliche Analogieverbot	253
D. Zusammenfassung zu § 5	255
<i>§ 6 Weitere Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch</i>	<i>256</i>
A. Zusammenrechnung teilweiser Tatbestandsverwirklichungen	256
I. Stand der Diskussion	257
II. Stellungnahme	258
1. Vorbemerkungen zur Terminologie	258
2. Zusammenrechnung gleichzeitig vorliegender teilweiser Tatbestandsverwirklichungen	258
3. Kumulation von zugerechnetem Wissen auf der Ebene der juristischen Person	263
III. Zusammenfassung zu A.	264
B. Parallele Verantwortlichkeit von natürlicher Person und juristischer Person	264
I. Parallele „Haftbarmachung“ gemäß Art. 8 Abs. 5, 12 Abs. 4 MAR	264
II. Parallele Verantwortlichkeit im Übrigen	266
III. Zusammenfassung zu B.	267
C. Keine Notwendigkeit der Individualisierung einer den Tatbestand verwirklichenden konkreten natürlichen Person	268
I. Rechtliche Situation bei Geldbußen aufgrund der DSGVO	268
II. Übertragbarkeit auf die Verantwortlichkeit juristischer Personen im Rahmen der Art. 14 f. MAR	269
III. Zusammenfassung zu C.	272
D. Zusammenfassung zu § 6	273
<i>§ 7 Ergebnis zu Teil 4</i>	<i>273</i>

5. Teil: Anwendungsbereich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen im Zusammenspiel zwischen MAR, CRIM-MAD und deutschem Recht	275
§ 1 Rechtsfolgen von Marktmissbrauch juristischer Personen	275
A. Straf- und verwaltungsrechtliche Rechtsfolgen von Marktmissbrauch juristischer Personen	276
I. Keine strafrechtlichen Sanktionen gegen juristische Personen im deutschen Recht	278
II. Bußgelder	278
1. Tatbestand	279
2. Bußgeldrahmen	280
3. Bußgeldzumessung	282
4. Zusammenfassung zu II.	282
III. Befugnisse der BaFin gemäß §§ 6 f. WpHG	283
1. Generalklauseln zur Missstandseseitigung und Durchsetzung, § 6 Abs. 1 S. 3, Abs. 2 S. 2 WpHG	283
2. Öffentliche Warnungen, § 6 Abs. 2 S. 3 WpHG	285
3. Handelsuntersagung und Handelsaussetzung, § 6 Abs. 2 S. 4 WpHG	286
4. Untersagung des (marktmissbrauchs-)rechtswidrigen Verhaltens, § 6 Abs. 6 S. 1 WpHG	287
5. Veröffentlichung der Art des Verstoßes und Warnung, § 6 Abs. 9 WpHG	288
6. Durchsuchung und Beschlagnahme, § 6 Abs. 12 WpHG	290
7. Antrag auf Beschlagnahme von Vermögenswerten, § 6 Abs. 13 WpHG	290
8. Herausgabe von Kommunikationsdaten, § 7 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 WpHG	291
IV. Zusammenfassung zu A.	291
B. Zivilrechtliche Rechtsfolgen	292
C. Zusammenfassung zu § 1	295
§ 2 Grundsätzlicher Anwendungsbereich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen der MAR	295
§ 3 Beschränkung des Anwendungsbereichs durch die besonderen Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen aus der CRIM-MAD	297
A. Vorgaben der CRIM-MAD bezüglich der Verantwortlichkeit und Sanktionierung juristischer Personen	298

I. Art. 8 CRIM-MAD – Verantwortlichkeit juristischer Personen für strafrechtliche Sanktionen	299
1. Verantwortlichkeit für Leitungspersonal, Art. 8 Abs. 1 CRIM-MAD	299
2. Verantwortlichkeit aufgrund mangelnder Überwachung oder Kontrolle, Art. 8 Abs. 2 CRIM-MAD	299
3. Parallelverantwortlichkeit von juristischen und natürlichen Personen, Art. 8 Abs. 3 CRIM-MAD	300
II. Art. 9 CRIM-MAD – Sanktionen gegen juristische Personen . . .	300
B. Determinierungsbereich der CRIM-MAD hinsichtlich Sanktionen gegenüber juristischen Personen	301
C. CRIM-MAD determinierte Sanktionen im deutschen Recht	304
I. Geldbußen, §§ 120 Abs. 14, 119 Abs. 3 WpHG und § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG	304
II. Keine Determinierung anderer Sanktionen	305
III. Zusammenfassung zu C.	306
D. Verantwortlichkeitsvoraussetzungen im deutschen Recht	306
I. Bußgelder gegen juristische Personen und Personenvereinigungen gemäß § 30 OWiG	307
1. Tatbestand des § 30 Abs. 1 OWiG	308
2. Ausreichende Umsetzung der Vorgaben des Art. 8 Abs. 1 CRIM-MAD	309
3. Zusammenfassung zu I.	311
II. Aufsichtspflichtverletzungen gemäß § 130 OWiG	311
1. Voraussetzungen der Ahndbarkeit gemäß § 130 OWiG	313
a) Täter	313
b) Tathandlung	314
c) Subjektiver Tatbestand	315
d) Objektive Bedingung der Ahndbarkeit: Zuwiderhandlung gegen betriebsbezogene Pflichten	315
e) Verhinderung oder wesentliche Erschwerung der Zuwiderhandlung bei gehöriger Aufsicht	317
f) Subsidiarität	318
2. Ausreichende Umsetzung der Vorgaben des Art. 8 Abs. 2 CRIM-MAD	318
a) Vorwurf mangelhafter Umsetzung im deutschen Schrifttum und Problematik	319
b) Maßgeblichkeit des Personenkreises des § 9 OWiG	320
c) Stellungnahme	323
3. Zusammenfassung zu II.	326

III. Parallele Verantwortlichkeit im deutschen Recht	326
IV. Zusammenfassung zu D.	327
E. Zusammenfassung zu § 3	327
<i>§ 4 Geltung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen der MAR für zivilrechtliche Rechtsfolgen</i>	<i>328</i>
<i>§ 5 Ergebnis zu Teil 5</i>	<i>328</i>
6. Teil: Abschließende Betrachtungen	331
<i>§ 1 Plädoyer für eine Reform des europäischen Kapitalmarktrechts</i>	<i>332</i>
<i>§ 2 Zusammenfassung der Ergebnisse</i>	<i>336</i>
Literaturverzeichnis	341
Sachregister	365

Abkürzungsverzeichnis

Zeitschriftentitel sind kursiv gesetzt.

aA	andere Auffassung
ABl.	Amtsblatt der europäischen Union
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
AcP	<i>Archiv für die civilistische Praxis</i>
aE	am Ende
aF	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft / <i>Die Aktiengesellschaft</i>
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
AuR	<i>Arbeit und Recht</i>
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	<i>Betriebs-Berater</i>
Bd.	Band
BeckOGK	Beck-online Grosskommentar
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründerin / Begründer
Beschl.	Beschluss
BFH	Bundesfinanzhof
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BIS	Bank for International Settlements
BKR	<i>Zeitschrift Bank- und Kapitalmarktrecht</i>
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
CB	<i>Compliance-Berater</i>
CESR	Committee of European Securities Regulators
CIU	collective investment undertaking
DelVO	Delegierte Verordnung
DJT	Deutscher Juristentag

DÖV	<i>Die Öffentliche Verwaltung</i>
DStR	<i>Deutsches Steuerrecht</i>
DuD	<i>Datenschutz und Datensicherheit</i>
DVB1	<i>Deutsches Verwaltungsblatt</i>
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EBI	European Banking Institute
EBOR	<i>European Business Organization Law Review</i>
ECFR	<i>European Company and Financial Law Review</i>
ECLI	European Case Law Identifier
ECOFIN	Rat Wirtschaft und Finanzen
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaften
EGKS	Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EIB	Europäische Investitionsbank
Einl.	Einleitung
EIOPA	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
ERCL	<i>European Review of Contract Law</i>
ErwGr	Erwägungsgrund
ESA	Europäische Finanzaufsichtsbehörden
ESFS	Europäisches Finanzaufsichtssystem
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EuCLR	<i>European Criminal Law Review</i>
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	<i>Europarecht</i>
EuZW	<i>Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i>
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EZB	Europäische Zentralbank
FE	Fundatio Europaea
FS	Festschrift
GA	Generalanwalt/ <i>Goltdammer's Archiv für Strafrecht</i>
GAin	Generalanwältin
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
Gesamthrsgr.	Gesamtherausgeber
GK	Großkommentar
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GS	Gedächtnisschrift
HessVGH	Hessischer Verwaltungsgerichtshof
hM	herrschende Meinung
HRRS	<i>Onlinezeitschrift für höchstrichterliche Rechtsprechung im Strafrecht</i>
Hrsg.	Herausgeberin / Herausgeber
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer

IDW PS	Institut der Wirtschaftsprüfer Prüfungsstandards
IOSCO	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
IPR	Internationales Privatrecht
ISO	Internationale Organisation für Normung
IWF	Internationaler Währungsfonds
JA	<i>Juristische Ausbildung</i>
JR	<i>Juristische Rundschau</i>
JuS	<i>Juristische Schulung</i>
JZ	<i>Juristenzeitung</i>
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft / Kammergericht
KK	Karlsruher Kommentar
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KölnKomm	Kölner Kommentar
KommEntsch	Kommissionsentscheidung
LG	Landgericht
liSp	linke Spalte
lit.	Buchstabe
LMuR	<i>Lebensmittel & Recht</i>
Ls.	Leitsatz
M&A	Mergers and Acquisitions
mAnm	mit Anmerkung
Mio.	Million
MMR	<i>Multimedia und Recht</i>
MüKo	Münchener Kommentar
mwN	mit weiteren Nachweisen
nF	neue Fassung
NJW	<i>Neue Juristische Wochenschrift</i>
NStZ	<i>Neue Zeitschrift für Strafrecht</i>
NStZ-RR	<i>Neue Zeitschrift für Strafrecht-Rechtsprechungsreport</i>
NZG	<i>Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht</i>
NZI	<i>Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht</i>
NZKart	<i>Neue Zeitschrift für Kartellrecht</i>
NZWSt	<i>Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht</i>
OGA	Organismus für gemeinsame Anlagen
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
Q&A	Questions and Answers
r + s	<i>Recht und Schaden</i>
RabelsZ	<i>Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht</i>
Ratsdok.	Ratsdokument
RdF	<i>Recht der Finanzinstrumente</i>
reSp	rechte Spalte
ReiseRFD	<i>Fachdienst Reiserecht</i>
RFamU	<i>Recht der Familienunternehmen</i>
RGBL	Reichsgesetzblatt

RIW	<i>Recht der Internationalen Wirtschaft</i>
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
SE	Societas Europaea
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz
SpStr.	Spiegelstrich
StraFo	<i>Strafverteidiger Forum</i>
UAbs	Unterabsatz
Urt.	Urteil
verb. Rs.	verbundene Rechtssachen
VGH	Verwaltungsgerichtshof
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VR	<i>Verwaltungs-rundschau</i>
VRS	<i>Verkehrsrechts-Sammlung</i>
wistra	<i>Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht</i>
WM	<i>Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht</i>
WpHR	Wertpapierhandelsrecht
WRP	<i>Wettbewerb in Recht und Praxis</i>
WuW	<i>Wirtschaft und Wettbewerb</i>
ZBB	<i>Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft</i>
ZD	<i>Zeitschrift für Datenschutz</i>
ZEuP	<i>Zeitschrift für Europäisches Privatrecht</i>
ZfgK	<i>Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen</i>
ZfPW	<i>Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft</i>
ZFR	<i>Zeitschrift für Finanzmarktrecht</i>
ZG	<i>Zeitschrift für Gesetzgebung</i>
ZGR	<i>Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht</i>
ZHR	<i>Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht</i>
Ziff.	Ziffer
ZIP	<i>Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i>
ZIS	<i>Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik</i>
ZRP	<i>Zeitschrift für Rechtspolitik</i>
ZStW	<i>Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft</i>
ZWH	<i>Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht und Haftung im Unternehmen</i>

Verzeichnis der abgekürzt zitierten Gesetzestexte

Gesetzestexte zitiert zum Stand: 27.12.2025.

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union in der Fassung der Bekanntmachung v. 09.05.2008, bereinigtes ABl. 2016 C 400/1.
AktG	Aktiengesetz v. 06.09.1965, BGBl. I S. 1089.
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz v. 30.06.2017, BGBl. I S. 2097.
Benchmark-VO	Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 08.06.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABl. L 171/1.
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung v. 02.02.2002, BGBl. I S. 42.
CISG	Übereinkommen der Vereinten Nationen über Verträge über den internationalen Warenkauf v. 11.04.1980, BGBl. 1989 II S. 586.
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. L 173/179.
CRIM-MAD-E	Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation v. 20.10.2011, KOM(2011) 654 endg.
DeIVO (EU) 2016/522	Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission v. 17.12.2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden

	ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, ABl. 2016 L 88/1.
DeIVO (EU) 2017/565	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission v. 25.04.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. 2017 L 87/1.
DSGVO	Verordnung (EU) 2016/679 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 27.04.2016 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten, zum freien Datenverkehr und zur Aufhebung der Richtlinie 95/46/EG (Datenschutz-Grundverordnung), ABl. L 119/1.
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft v. 25.03.1957.
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 04.07.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. L 201/1.
EMRK	Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten in der Fassung v. 22.10.2010, BGBl. II S. 1198.
ESMA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. L 331/84.
EUGRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union (2007/C 303/01) v. 12.12.2007, ABl. C 303/1.
EUV	Vertrag über die Europäische Union in der Fassung des Vertrags von Lissabon v. 13.12.2007, ABl. C 306/1.
1. FiMaFöG	Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte (Finanzmarktförderungsgesetz) v. 22.02.1990, BGBl. I S. 266.
2. FiMaFöG	Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) v. 26.07.1994, BGBl. I S. 1749.
4. FiMaFöG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 21.06.2002, BGBl. I S. 2010.

1. FiMaNoG	Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) v. 30.06.2016, BGBl. I S. 1514.
2. FiMaNoG	Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) v. 26.06.2017, BGBl. I S. 1693.
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG) v. 22.04.2002, BGBl. I S. 1310.
Fluggastrechte-VO	Verordnung (EG) Nr. 261/2004 des europäischen Parlaments und des Rates v. 11.02.2004 über eine gemeinsame Regelung für Ausgleich und Unterstützungsleistungen für Fluggäste im Fall der Nichtbeförderung und bei Annullierung oder großer Verspätung von Flügen und zur Aufhebung der Verordnung (EWG) Nr. 295/91, ABl. L 46/1.
GeschGehG	Gesetz zum Schutz von Geschäftsgeheimnissen (GeschGehG) v. 18.04.2019, BGBl. I S. 466.
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland v. 23.05.1949, BGBl. I S. 1.
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG) in der Fassung der Bekanntmachung v. 20.05.1898, RGBl. S. 846.
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) in der Fassung der Bekanntmachung v. 26.06.2013, BGBl. I S. 1750.
GWB-Digitalisierungsgesetz	Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 und anderer Bestimmungen (GWB-Digitalisierungsgesetz) v. 18.01.2021, BGBl. I S. 2.
HGB	Handelsgesetzbuch v. 10.05.1897, RGBl. S. 219.
IDD	Richtlinie (EU) 2016/97 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.01.2016 über Versicherungsvertrieb, ABl. L 26/19.
InsO	Insolvenzordnung v. 05.10.1994, BGBl. I S. 2866.
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch v. 04.07.2013, BGBl. I S. 1981.
Leerverkaufs-VO	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.03.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. L 86/1.

LkSG	Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten zur Vermeidung von Menschenrechtsverletzungen in Lieferketten (Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – LkSG) v. 16.07.2021, BGBl. I S. 2959.
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission v. 12.06.2014, ABl. L 173/1.
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145/1.
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173/349.
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173/84.
MMRL 2003	Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. L 96/16.
Montrealer Übereinkommen	Übereinkommen zur Vereinheitlichung bestimmter Vorschriften über die Beförderung im internationalen Luftverkehr v. 28.05.1999, BGBl. 2004 II S. 458.
MoPeG	Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts (Personengesellschaftsrechtsmodernisierungsgesetz – MoPeG) v. 10.08.2021, BGBl. I S. 3436.
OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 13.07.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302/32.
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten in der Fassung der Bekanntmachung v. 19.02.1987, BGBl. I S. 602.
PIF-RL	Richtlinie (EU) 2017/1371 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 05.07.2017 über die strafrechtliche

	Bekämpfung von gegen die finanziellen Interessen der Union gerichtetem Betrug, ABl. L 198/29.
Prospekt-VO	Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.06.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. L 168/12.
Ratingagentur-VO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.09.2009 über Ratingagenturen, ABl. 302/1.
Richtlinie 2013/50/EU	Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG.
Richtlinie (EU) 2019/731	Richtlinie (EU) 2017/731 des europäischen Parlaments und des Rates v. 17.04.2019 zur Bekämpfung von Betrug und Fälschung im Zusammenhang mit unbaren Zahlungsmitteln und zur Ersetzung des Rahmenbeschlusses 2001/413/JI des Rates, ABl. L 123/18.
StGB	Strafgesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung v. 13.11.1998, BGBl. I S. 3322.
TTDSG	Gesetz über den Datenschutz und den Schutz der Privatsphäre in der Telekommunikation und bei Telemedien (Telekommunikation-Telemedien-Datenschutz-Gesetz – TTDSG) v. 26.06.2021, BGBl. I S. 1982.
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb in der Fassung der Bekanntmachung v. 03.03.2010, BGBl. I S. 254.
VO 1/1958	Verordnung Nr. 1 v. 06.10.1958 zur Regelung der Sprachenfrage für die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, ABl. L 17/385.
VO (EG) Nr. 1/2003	Verordnung (EG) Nr. 1/2003 des Rates v. 16.12.2002 zur Durchführung der in den Artikeln 81 und 82 des Vertrags niedergelegten Wettbewerbsregeln, ABl. L 1/1.

VO (EU) 2015/2365	Verordnung (EU) 2015/2365 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 25.11.2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 337/1.
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) in der Fassung der Bekanntmachung v. 09.09.1998, BGBl. I S. 2708.
WRVK	Wiener Übereinkommen über das Recht der Verträge v. 23.05.1969, United Nations Treaty Service Vol. 1155 S. 331, s. auch das Gesetz zum Wiener Übereinkommen v. 23. Mai 1969 über das Recht der Verträge v. 03.08.1985, BGBl. II, S. 927.

1. Teil

Einleitung

§ 1 Problemaufriss

Man stelle sich vor, die Vorstandsvorsitzende und Hauptaktionärin der deutschen T-AG veröffentlicht über ihren Account auf einem Kurznachrichtenportal gegenüber ihren mehr als 22 Millionen Followern die Mitteilung, dass der Rückzug der T-AG von der Börse geplant sei. Sie teilt weiter mit, dass die Aktionäre ihre Anteile mit einer Prämie von ca. 25 Prozent gegenüber dem gegenwärtigen Kurspreis an die T-AG abgeben können. Die Finanzierung des Rückzugs sei gesichert und nunmehr ausschließlich von der zu erwartenden Zustimmung der Hauptversammlung abhängig. Infolgedessen steigt der Kurspreis der Anteile der Gesellschaft binnen weniger Stunden um mehr als 10 Prozent. Tatsächlich entspricht der Inhalt der Kurznachricht aber nicht der Wahrheit, was der Vorstandsvorsitzenden auch bewusst war.

Weiter angenommen, die Veröffentlichung der Kurznachricht erfüllt den Tatbestand der Marktmanipulation nach der europäischen Marktmissbrauchsverordnung (MAR)¹. In diesem Fall sollte wohl schnell Einigkeit darüber zu erzielen sein, dass die Vorstandsvorsitzende, die den Post abgesetzt hat, für die Marktmanipulation verantwortlich gemacht werden kann. Es sollte ebenfalls mit dem Bauchgefühl der meisten Leserinnen und Leser – gleich ob Experten oder Laien im Bereich des Marktmissbrauchsrechts – übereinstimmen, dass neben der Vorstandsvorsitzenden auch die T-AG wegen des Verstoßes gegen das Marktmanipulationsverbot verantwortlich gemacht werden sollte. Immerhin war die Person, welche die relevanten Handlungen ausgeübt hat, als Vorstandsvorsitzende und Hauptaktionärin quasi „Repräsentantin“ der Gesellschaft, ganz zu schweigen von dem engen inhaltlichen Bezug der Kurznachricht zu der Aktiengesellschaft und ihrer Notierung an der Börse.

Allerdings stellt sich die Frage über welchen rechtlichen Mechanismus die Verantwortlichkeit der Gesellschaft für das Verhalten der Vorstandsvorsitzenden

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173/1.

begründet werden kann, das heißt, unter welchen Voraussetzungen die Rechtsfolgen, welche an den Verstoß geknüpft sind, gegen die juristische Person selbst gerichtet werden können. Denn die T-AG hat ja schließlich die Kurznachricht nicht selbst abgesetzt, als bloßes rechtliches Konstrukt ist sie dazu auch gar nicht in der Lage. Die Veröffentlichung der Kurznachricht durch die Vorstandsvorsitzende und ihr Wissen, dass der Inhalt der Nachricht nicht zutrifft, muss also auf irgendeine Weise auf die Aktiengesellschaft „übertragen“ werden. Die MAR als der wesentliche Rechtsakt auf dem Gebiet des Marktmissbrauchsrechts ist zur Beantwortung dieser Frage aber keine große Hilfe: Aus ihr lässt sich zwar entnehmen, dass juristische Personen gegen das Marktmanipulationsverbot verstoßen können. Die Verordnung schweigt allerdings darüber, unter *welchen Voraussetzungen* dies der Fall ist. Sind also die Regeln der Zurechnung des Rechtsverstoßes zur T-AG aus dem nationalen Recht des jeweiligen Mitgliedstaats zu entnehmen? Muss stattdessen eine einheitliche Lösung auf der Ebene des europäischen Rechts gefunden werden? Falls letzteres der Fall sein sollte, hätte der – mangels einer geschriebenen Regelung für die Ausarbeitung einer Lösung berufene – EuGH überhaupt die entsprechende Zuständigkeit? Und welche Rolle spielt bei der Beantwortung dieser Frage die die MAR flankierende Marktmissbrauchsrichtlinie von 2014 (CRIM-MAD)², die aber nicht unmittelbar auf juristische Personen anwendbar ist, sondern lediglich gegenüber den Mitgliedstaaten Vorgaben zur Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch aufstellt?

Es zeigt sich also, dass rechtliche Unklarheiten bereits dann bestehen, wenn – wie in dem eingangs dargestellten Beispielsfall³ – die positive Annahme der Ver-

² Richtlinie 2014/57/EU des europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. L 173/179.

³ Den Leserinnen und Lesern wird vielleicht auffallen, dass das Beispiel nicht vollständig aus der Luft gegriffen ist, sondern sich an einem realen Vorbild orientiert. Am 07.08.2018 veröffentlichte der damalige Vorstandsvorsitzende der *Tesla Inc.*, *Elon Musk*, auf dem Kurznachrichtenportal *Twitter* (heute *X*) bezüglich eines möglichen Rückzugs von *Tesla* von der Börse einen Tweet mit folgendem Inhalt: „Am considering taking Tesla private at \$420. Funding secured.“ (dt.: „Überlege, Tesla zu einem Preis von 420 US-\$ [Anm. des Autors: pro Anteil] von der Börse zu nehmen. Finanzierung gesichert.“). Zu diesem Zeitpunkt hatte *Musks* Profil auf *Twitter* 22 Millionen Follower. Ein Kaufpreis in Höhe der angekündigten 420 US-\$ hätte eine erhebliche Prämie gegenüber dem Kurspreis zum Zeitpunkt des Tweets in Höhe von ca. 340 US-\$ dargestellt. Unmittelbar nach dem Tweet stieg der Kurspreis entsprechend um 6 Prozent an, allein in der ersten Minute nach der Veröffentlichung um ca. 8 US-\$.

Nachdem der Tweet enorme mediale Aufmerksamkeit erfahren hatte, wurden die Pläne zum Rückzug *Teslas* von der Börse zwar einem Post *Musks* auf dem öffentlichen Blog *Teslas* vom 24.08.2018 zufolge aufgegeben. Die SEC ließ die Sache jedoch nicht auf sich beruhen. Sie bezeichnete *Musks* Tweets öffentlich als „false and misleading“ (vgl. SEC, *Elon Musk Charged*

antwortlichkeit der Gesellschaft für die Marktmanipulation ihrer Vorstandsvorsitzenden, jedenfalls dem Bauchgefühl nach, unstrittig ist. Aber wie ändert sich die Betrachtung, wenn das Beispiel so abgewandelt wird, dass gar nicht die Vorstandsvorsitzende selbst den fraglichen Post abgesetzt hat, sondern Dritte, die unberechtigterweise ihren Account auf dem Kurznachrichtenportal übernommen haben? Was, wenn dieser Account auch durch die PR-Abteilung der Gesellschaft betreut wird und der Zugriff der Hacker durch eine Nachlässigkeit eines notorisch unzuverlässigen Mitarbeiters ermöglicht wurde? Würde die Verantwortlichkeit der T-AG für den Verstoß auch dann gerechtfertigt erscheinen, wenn der Post nicht durch die Vorstandsvorsitzende, sondern durch einen Aufsichtsrat verfasst und veröffentlicht werden würde? Wie ändert sich die Betrachtung, wenn ein beliebiger anderer Angestellter, in leitender Stellung oder nicht, Urheber der veröffentlichten Kurznachricht war? Und schließlich, wie sollte mit dem Fall umgegangen werden, dass die Kurznachricht durch einen für den Auftritt der T-AG in den sozialen Medien zuständigen (nicht-leitenden) Angestellten verfasst und gepostet wurde, aber allein die Vorstandsvorsitzende wusste, dass die Ankündigung nicht der Realität entspricht?

§ 2 Untersuchungsbedarf

Anhand dieser Fragen ist erkennbar, dass die Problematik der Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch das Potential für eine ausführlichere Untersuchung bietet. Dies gilt umso mehr, als dass bislang keine umfassende monographische Bearbeitung dieser Fragen erfolgt ist. Zwar wurde das Problem in Teilen der deutschsprachigen Kommentarliteratur erkannt und Lösungsvorschläge erarbeitet.⁴ Der Kompaktheit eines Kommentars geschuldet, mangelt es diesen Bearbeitungen jedoch an einer ausführlichen und umfassenden Herleitung ihrer Ergebnisse. Dieser Befund gilt hingegen nicht für die bisher erschienenen monographischen Untersuchungen. Allerdings beschränkten sich diese

With Securities Fraud for Misleading Tweets, Pressemitteilung 2018-219 v. 27.09.2018.) und erhob eine Zivilklage gegen *Musk* auf Basis des Tweets (SEC Complaint v. 27.09.2018, U.S. District Court Southern District of New York, Civil Action No. 1:18-cv-8865.). Infolgedessen einigten sich *Musk* und die SEC auf einen Vergleich, demzufolge unter anderem *Musk* als Vorstandsvorsitzender der *Tesla Inc.* zurücktreten musste und *Musk* sowie *Tesla* jeweils eine Strafzahlung von 20 Mio. US-\$ zahlen mussten, die an geschädigte Anleger ausgezahlt wurde (SEC, Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge, Pressemitteilung 2018-226 v. 29.09.2018.).

⁴ S. vor allem: Klöhn/Klöhn MAR, Art. 8 Rn. 84 ff. und Fuchs/Zimmermann/Poelzig WpHR Art. 12 MAR Rn. 16 f. S. für eine ausführliche Übersicht über den aktuellen Stand der Diskussion: Teil 4 § 5 Kap. A.

bislang auf die Betrachtung von Teilausschnitten der Problematik, insbesondere der Wissenszurechnung im Rahmen des Insiderhandelsverbots.⁵ Es besteht daher der Bedarf nach einer umfassenderen Untersuchung der Voraussetzungen der Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch.

§ 3 Gegenstand der Untersuchung

In der unmittelbar anwendbaren MAR sind die Marktmissbrauchsverbote in Art. 14 MAR und Art. 15 MAR sowie in den Tatbeständen, auf die diese jeweils verweisen, definiert. Die Rechtsgrundlagen der *Folgen*, die eine juristische Person im Falle eines Verstoßes gegen diese Verbote treffen können, sind jedoch nicht auf unionsrechtlicher Ebene, sondern im mitgliedstaatlichen Recht verortet. Die Verbote adressieren sowohl natürliche als auch juristische Personen. Daraus folgt, dass die MAR vorsieht, dass juristische Personen *selbst* gegen die Verbote verstoßen können. Eine juristische Person ist allerdings lediglich ein rechtliches Konzept. Sie kann nicht unmittelbar selbst handeln oder Kenntnisse aufweisen. Es bedarf daher einer Regelung, nach der die Tatbestandsverwirklichung durch natürliche Personen als solche der juristischen Person anzusehen ist. Obwohl die MAR also inhaltlich eine solche Regelung voraussetzt, enthält sie sie nicht. Dem gegenüber trifft die CRIM-MAD als Richtlinie auf europäischer Ebene Vorgaben zur Ausgestaltung des mitgliedstaatlichen Rechts hinsichtlich der Verantwortlichkeit juristischer Personen für Verstöße gegen die Marktmissbrauchsverbote. Diese Vorgaben gelten jedoch nur für bestimmte Sanktionen.

Ziel dieser Arbeit ist die Bestimmung der Voraussetzungen, unter denen eine Verwirklichung eines Tatbestands der Marktmissbrauchsverbote rechtlich als ein Verstoß einer juristischen Person anzusehen ist.

Dieser Arbeit liegt daher folgende Fragestellung zugrunde:

Unter welchen Voraussetzungen ist eine juristische Person für einen Verstoß gegen die Marktmissbrauchsverbote der MAR verantwortlich?

Die Untersuchungsfrage lässt sich in drei Teilfragen aufspalten:

Erstens, auf Grundlage welcher Rechtsquelle sind die Verantwortlichkeitsvoraussetzungen zu ermitteln?

⁵ Neumann, Wissenszurechnung bei juristischen Personen nach der Reform der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandels durch die MAR, 2020. Zur bußgeldrechtlichen Verantwortlichkeit juristischer Personen für Marktmissbrauch: Reinartz, Bußgeldrechtliche Sanktionierung juristischer Personen im neuen Marktmissbrauchsrecht, 2021. Monographisch, aber ebenfalls nur mit einer relativ kurzen Herleitung: Denga, Zurechnung, 2022, S. 245 ff. S. dazu noch: Teil 4 § 5 Kap. A.1.

Zweitens, wie sind die Verantwortlichkeitsvoraussetzungen inhaltlich ausgestaltet?

Drittens, wie ist der Anwendungsbereich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen zu definieren?

In erster Linie liegt dieser Arbeit daher die Frage der Voraussetzungen der Zurechnung der Tatbestandsverwirklichung durch natürliche Personen zu einer juristischen Person zugrunde. Im Rahmen dieser Untersuchung sollen aber darüber hinaus auch diejenigen Neben- und Folgefragen der Zurechnung behandelt werden, die ebenfalls auf Grundlage der MAR beantwortet werden müssen.

Die Untersuchung wird aus zwei Perspektiven vorgenommen. Wenn die untersuchte Rechtsfrage in der Praxis relevant wird, käme dem EuGH im Falle eines Rechtsstreits aufgrund der unionsrechtlichen Natur der Materie die letztinstanzliche Entscheidungskompetenz zu. Daher wird die Ermittlung der maßgeblichen Rechtsquelle für die Verantwortlichkeitsvoraussetzungen sowie deren inhaltliche Herleitung aus der Perspektive des EuGH vorgenommen. Die zweite Perspektive ist die des deutschen Rechtsanwenders. Insoweit im Rahmen dieser Arbeit mitgliedstaatliches Recht relevant wird, wird grundsätzlich nur deutsches Recht in den Blick genommen.

Unter den im Titel dieser Arbeit verwendeten Begriff des „Marktmissbrauchs“ werden die Insiderverbote (Art. 14 MAR) sowie das Marktmanipulationsverbot (Art. 15 MAR) gefasst.⁶ Diese Untersuchung beschränkt sich auf die Verantwortlichkeit juristischer Personen für Verstöße gegen diese Normen. Die Zurechnungsvoraussetzungen im Rahmen der in der Praxis ebenfalls bedeutsamen Ad hoc-Publizitätspflicht gemäß Art. 17 MAR sowie der übrigen Vorschriften der MAR, die juristische Personen adressieren, werden nicht näher betrachtet. Die inhaltlichen Voraussetzungen der Tatbestände der Marktmissbrauchsverbote, also beispielsweise die Frage, wann ein anormales Kursniveau im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR vorliegt, werden nur insoweit behandelt, als sie für die Verantwortlichkeitsvoraussetzungen relevant sind.

§ 4 Gang der Untersuchung

Wie eingangs erwähnt, bewegt sich die untersuchte Fragestellung innerhalb des Spannungsfeldes zwischen unmittelbar anwendbarem Unionsrecht (MAR), Unionsrecht, durch das die Mitgliedstaaten zur Anpassung ihres Rechts verpflichtet werden (CRIM-MAD) und dem mitgliedstaatlichen Recht. Nach dieser Einleitung (Teil 1) ist es daher zunächst notwendig, das Zusammenspiel der relevanten

⁶ S. die Legaldefinition in Art. 1 MAR sowie unten: Teil 2 § 6 Kap. A.

Rechtsakte, deren Kontext und die Besonderheiten, die sich aus diesem Zusammenspiel ergeben, darzustellen sowie die Begrifflichkeiten, die der Untersuchungsfrage zugrunde liegen, zu erläutern. Diese Ausführungen bilden Teil 2 dieser Arbeit.

Auf dieser Grundlage wird die *erste* der drei Teilfragen bearbeitet. Wenn nämlich die MAR grundsätzlich vorrangig vor mitgliedstaatlichem Recht anwendbar ist, selbst allerdings keine ausdrückliche Regelung zur Verantwortlichkeit juristischer Personen enthält, so stellt sich die Frage, ob zu deren Bestimmung auf mitgliedstaatliches Recht abzustellen ist oder ob eine Lösung auf unionsrechtlicher Ebene zu finden ist. Teil 3 dieser Arbeit widmet sich somit der Frage, welche Rechtsquelle zur Bestimmung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen maßgeblich ist. In diesem dritten Teil wird ersichtlich, dass die Regelung der Verantwortlichkeit juristischer Personen nicht dem mitgliedstaatlichen Recht überlassen bleiben kann, sondern auf unionsrechtlicher Ebene erfolgen muss.

Ist die maßgebliche Rechtsquelle ermittelt, stellt sich die *zweite* Teilfrage nach der inhaltlichen Ausgestaltung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen. Die Ausführungen in Teil 4 dienen der Beantwortung dieser Frage. Hierfür werden zunächst die Methodik und mögliche Ansatzpunkte der Bestimmung erläutert. Den Kern dieses Teils bildet die Herleitung der Zurechnungsvoraussetzung im Wege einer Rechtsfortbildung der MAR sowie die Erläuterung der übrigen Verantwortlichkeitsvoraussetzungen.

Die *dritte* und letzte der Teilfragen zur Beantwortung der eigentlichen Untersuchungsfrage betrifft den Anwendungsbereich der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen der MAR. Da die CRIM-MAD Richtlinienvorschriften zur Sanktionierung juristischer Personen für Marktmissbrauch enthält, sind die Vorgaben der CRIM-MAD zur Verantwortlichkeit juristischer Personen und die sie umsetzenden Vorschriften des deutschen Rechts jedenfalls für diese Sanktionen vorrangig zu beachten. In Teil 5 dieser Arbeit werden daher zunächst die verwaltungs- und zivilrechtlichen Rechtsfolgen, die eine juristische Person infolge eines Verstoßes gegen die Marktmissbrauchsverbote treffen können, dargestellt und anschließend geklärt, für welche dieser Rechtsfolgen die Verantwortlichkeitsvoraussetzungen der MAR und für welche die des deutschen Rechts gelten.

Diese Arbeit schließt mit Teil 6 ab, in dem ein kurzer Seitenblick auf die Möglichkeit der ausdrücklichen Regelung der Verantwortlichkeitsvoraussetzungen in einem kodifizierten europäischen Kapitalmarktrecht geworfen werden soll. Darüber hinaus werden abschließend die Ergebnisse dieser Untersuchung in Thesenform zusammengefasst.

Im Rahmen dieser Arbeit wird in der Regel das generische Maskulinum verwendet. Dies dient lediglich der besseren Lesbarkeit. Die Ausführungen beziehen sich jeweils auf Personen jeglichen Geschlechts.

2. Teil

Vorbetrachtungen

Vor Beginn der eigentlichen Untersuchung sollen zunächst einige Grundlagen des weiteren Vorgehens gelegt werden. So sind die MAR und die CRIM-MAD als die zentralen Rechtsakte des Marktmissbrauchsrechts nicht allein in den breiteren Kontext der europäischen Kapitalmarktregulierung (§ 1), sondern auch in den Stufenbau des Unionsrechts und des mitgliedstaatlichen Rechts (§ 2) eingebettet. Aus dieser Hierarchie ergibt sich der Anwendungsvorrang europäischen Rechts, weswegen zu dessen Auslegung nicht ohne weiteres auf das jeweilige Begriffsverständnis oder die Methodik des mitgliedstaatlichen Rechts zurückgegriffen werden kann. Daher soll im Folgenden auch ein Überblick über die Methodik der Auslegung von Unionsrecht gegeben werden (§ 3). Im Anschluss werden die beiden zentralen Rechtsakte des europäischen Marktmissbrauchsrechts – die MAR und die CRIM-MAD – vorgestellt (§ 4; § 5), bevor die in der weiteren Untersuchung verwendeten Begriffe definiert werden (§ 6).

§ 1 Grundzüge der europäischen Kapitalmarktregulierung

Das Kapitalmarktrecht umfasst alle Rechtsnormen, die den öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Finanzinstrumenten regulieren und hierdurch den Zweck verfolgen, den Schutz der Anleger sowie die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und der Wirtschaft zu gewährleisten.¹ Innerhalb der Europäischen Union ist das Rechtsgebiet den Mitgliedstaaten mittlerweile weitgehend entzogen und wird spätestens seit den Reformen im Nachgang der Finanzkrise 2007–2009 zum allergrößten Teil durch europäisches Recht geprägt.² Zum besseren Verständnis systematischer und historischer Argumente zu den Fragestellungen dieser Arbeit wird in diesem Abschnitt ein kurzer *Überblick* über die Grundlagen europäischer Kapitalmarktregulierung unternommen.

¹ *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 431.

² Vgl. *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2023, Rn. 48. Ähnlich: *Veil*, ZGR 2014, 544, 546, der der mitgliedstaatlichen Gesetzgebung „keine nennenswerte Rolle“ mehr zubilligt.

Zu diesem Zweck wird zunächst die historische Herausbildung des europäischen Finanzmarktrechts dargestellt (A.), bevor die Besonderheiten des Rechtssetzungsprozesses im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens erläutert werden (B.). Schließlich erfolgt ein Überblick über die Struktur der Aufsicht über das europäische Kapitalmarktrecht (C.).

A. Historischer Abriss

Die Idee, einen integrierten europäischen Kapitalmarkt zu schaffen, ist nicht neu. Bereits Mitte der 1960er Jahre wurden im Segré-Bericht³ erste Überlegungen hierzu angestellt. Im Zentrum dieser ersten Ansätze stand dabei die Ausweitung des Zugangs zu Krediten, die Integration der Kapitalmärkte sowie der Abbau von Marktzugangshürden.⁴ In dieser Frühphase erfolgte die europäische Kapitalmarktgesetzgebung grundsätzlich in Form mindestharmonisierender Richtlinien. Seitdem lässt sich eine kontinuierliche Ausdehnung der Kapitalmarktregulierung sowohl hinsichtlich ihrer Breite als auch ihrer Tiefe beobachten.⁵

Eine Zäsur in dieser Entwicklung bildete die globale Finanzkrise 2007–2009. Zur Identifizierung und Behebung der infolge der Krise sichtbar gewordenen Defizite des europäischen Finanzsystems erarbeitete eine Expertengruppe im Auftrag der Kommission den Larosière-Bericht.⁶ In diesem wurde die Fragmentierung der Rechtslage in den Mitgliedstaaten als einer der Hauptkritikpunkte benannt,⁷ da hierdurch Regelungsarbitrage begünstigt werde.⁸ Entsprechend einer Empfehlung im Larosière-Bericht⁹ greift der europäische Gesetzgeber seit-

³ EWG-Kommission, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts: Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe („Segré-Bericht“), November 1966.

⁴ Vgl. EWG-Kommission, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts: Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe („Segré-Bericht“), November 1966, Teile 3, 4 und 5.

⁵ S. ausführlich zur Entwicklung der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung: *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl. 2014, S. 22 ff.; *Veil*, in: *Veil* (Hrsg.), Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 1; *ders.*, ZGR 2014, 544, 548 ff.

⁶ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Bericht v. 25.02.2009 („Larosière-Bericht“). Benannt wurde der Bericht nach dem Vorsitzenden der Expertengruppe *Jacques de Larosière*, ehemaliger Direktor der französischen Zentralbank und des IWF.

⁷ Eine Zusammenfassung findet sich bei: *Böhm*, EuZW 2011, 42.

⁸ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Bericht v. 25.02.2009 („Larosière-Bericht“), S. 27. Umfassend belegt wurde diese Behauptung nicht, s. dazu: *Veil*, ZGR 2014, 544, 550 f.

⁹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Bericht v. 25.02.2009 („Larosière-Bericht“), S. 27 („Future legislation should be based, wherever possible, on regulations [...]. When directives are used, the co-legislator should strive to achieve maximum harmonisation of the core issues.“ [dt.: „Künftige Rechtsvorschriften sollten, wo immer möglich,

dem zunehmend auf Verordnungen und vollharmonisierend wirkende Richtlinien zurück, sodass der Spielraum mitgliedstaatlicher Gesetzgebung erheblich eingeschränkt wurde.¹⁰ Daneben erhöhte sich die Anzahl europäischer Rechtsakte auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts stark, sodass sich der Umfang der europäischen Regulierung erheblich erweitert hat.¹¹ Das Ziel dieses Prozesses ist die Schaffung eines *level playing field*, also einer unionsweit einheitlichen Rechtslage auf dem Gebiet der Finanzregulierung.¹²

B. Besonderheiten europäischer Kapitalmarktrechtsetzung: Lamfalussy II-Verfahren

Im Rahmen der kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebung der Union kommt seit Beginn der 2000er Jahre das sogenannte Lamfalussy-Verfahren zur Anwendung.¹³ Hierbei handelt es sich um ein beschleunigtes Rechtsetzungsverfahren, welches auf vier Stufen bzw. „Level“ erfolgt. Das Lamfalussy-Verfahren bezweckt eine flexiblere Anpassung des Rechts an die für den Kapitalmarkt typischen dynamischen Entwicklungen sowie die stärkere Einbindung externen Sachverständs in die Gesetzgebung.¹⁴

Den Ausgangspunkt des zur Einführung des Lamfalussy-Verfahrens führenden Prozesses bildete der „Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“ aus dem Jahr 1999.¹⁵ Dieser sah eine Vielzahl von Reformen zur Schaffung eines integrierten europäischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkts bis zum Jahr 2005 vor.¹⁶ In der Folge kamen Befürchtungen auf, dass dieser ehrgeizige Zeitplan bei Anwendung des ordentlichen Gesetzgebungsverfahrens kaum eingehalten werden

auf Verordnungen beruhen [...] Bei der Verwendung von Richtlinien sollte der Mitgesetzgeber eine maximale Harmonisierung der Kernfragen anstreben.“)).

¹⁰ S. Mühlbert, ZHR 176 (2012), 369, 373 ff.; Veil, ZGR 2014, 544, 549; Walla, BB 2012, 1358, 1359.

¹¹ So bereits: Veil, ZGR 2014, 544, 548. Seit dem Erscheinen dieses Beitrags sind jedoch noch zahlreiche weitere Rechtsakte erlassen worden und weitere befinden sich in Vorbereitung. Treffend sprach Mühlbert bereits zu Beginn der 2010er Jahre von einem „Regelungstsunami“: Mühlbert, ZHR 176 (2012), 369.

¹² Vgl. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Bericht v. 25.02.2009 („Larosière-Bericht“), S. 53, 59 f., 72 f. Dazu: Veil, ZGR 2015, 544, 573 f.

¹³ Das Verfahren wurde ursprünglich allein für die europäische Finanzrechtsetzung konzipiert, im Dezember 2002 aber auch auf die europäische Regulierung des Banken- und Versicherungswesens ausgedehnt, s.: Rötting/Lang, EuZW 2012, 8.

¹⁴ Rötting/Lang, EuZW 2012, 8; Claßen/Heegemann, ZfgK 2003, 1200.

¹⁵ Kommission, Mitteilung der Kommission – Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan v. 11.05.1999, KOM(1999) 232 endg.

¹⁶ Überblick bei: EuZW-Redaktion, EuZW 2001, 130; Möllers, ZEuP 2008, 480.

kann.¹⁷ Daher setzte der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU im Juli 2000 eine Expertengruppe unter dem Vorsitz von *Alexandre Lamfalussy* ein, um einen Vorschlag für eine effizientere Gesetzgebung zu erarbeiten.¹⁸ Die in dem nach dem Vorsitzenden benannten Schlussbericht¹⁹ zusammengefassten Ergebnisse der Expertengruppe wurden im Frühjahr 2001 veröffentlicht und im Anschluss von der Kommission sowie, nach einigen Debatten, auch vom europäischen Parlament gebilligt.²⁰ Im Jahr 2011 wurde das Verfahren an die durch den Vertrag von Lissabon und die Errichtung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) geänderten Strukturen angepasst und die Rolle der europäischen Aufsichtsbehörde innerhalb des Verfahrens gestärkt.²¹ Diese modifizierte Variante wird seither meist als Lamfalussy II-Verfahren bezeichnet.²² Die folgenden Ausführungen zur Funktionsweise des Verfahrens beziehen sich ausschließlich auf diese aktuelle Ausprägung.

Level I des Lamfalussy-Verfahrens bilden Rahmenrichtlinien und -verordnungen, die vom Europäischen Rat und Parlament entsprechend dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren gemäß Art. 294 AEUV beschlossen werden. In diesen

¹⁷ Vgl. bereits: Kommission, Mitteilung der Kommission – Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan v. 11.05.1999, KOM(1999) 232 endg., S. 16. Dazu: *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 2008, S. 57 f.; *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl. 2014, S. 863; *Röh*, Die Sparkasse 2002, 152; *Schmolke*, NZG 2005, 912.

¹⁸ Rat der Europäischen Union, Bericht der 2283. Tagung des Rates – Wirtschaft und Finanzen – (ECOFIN) v. 17.07.2000, Conseil/00/263, S. 7 f.

¹⁹ The Committee of Wise Men, Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets („Lamfalussy-Bericht“), 15.02.2001.

²⁰ Weiterführend zu den institutionellen Spannungen im Zuge der Reform des Verfahrens und deren Auswirkungen: *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl. 2014, S. 869 ff. S. auch: *Kolassa*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 6. Aufl. 2022, § 121 Rn. 50; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 14.43.

²¹ S. Verordnung (EU) Nr. 182/2011 des europäischen Parlaments und des Rates v. 16.02.2011 zur Festlegung der allgemeinen Regeln und Grundsätze, nach denen die Mitgliedstaaten die Wahrnehmung der Durchführungsbefugnisse durch die Kommission kontrollieren, ABl. L 55/13. Dazu: *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2022, § 6 Rn. 21; *Kolassa*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 6. Aufl. 2022, § 121 Rn. 53; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 14.45; *Walla*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 4 Rn. 1 ff. Zum ursprünglichen Lamfalussy I-Verfahren: *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, 2008, S. 59 f.; *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 483 ff.; *Schmolke*, NZG 2005, 912, 913 f.

²² S. nur: *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 5. Aufl. 2022, § 6 Rn. 21; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 14.45; *Walla*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 4 Rn. 3.

Sachregister

- Analogie 101, 156, 161, 171
- Analogieverbot 60, 64, 253
- Anwendungsbereich 295
- Anwendungsvorrang 16 f., 18, 23, 27, 83, 211, 234
- Aufsicht 12
- Aufsichtspflichtverletzung 312, 314
- Auftrag 210, 215
- Auslegung 17 ff., 101

- BaFin 12, 278
- Beschäftigungsverhältnis 199
- Bestimmtheitsgebot 46, 60, 64, 254
- box-ticking exercise* 245
- Bußgelder 279, 304, 307
 - Bußgeldrahmen 280
 - Zumessung 282

- Compliance Defence* 194, 221, 223, 247, 261
- Compliance-Maßnahmen 186, 221, 228, 235
 - Angemessenheit 236, 237, 238, 247
 - typische 241
- Compliance-Programm 151, 152, 226, 233, 234
- CRIM-MAD 33, 296, 297 ff.
 - Auslegung 36
 - Systematik 34

- Datenschutzrecht 125, 161
- Determinierungsbereich 296, 298, 301, 305

- effet utile*-Grundsatz 21, 59, 172, 174, 185
- Efficient Capital Market Hypothesis* 177
- ESMA 12
- EuGH
 - Initiativrecht 96
 - Organkompetenz 92
 - Verbandskompetenz 84

- Finanzaufsicht
 - Befugnisse 283
 - Beschlagnahme 290
 - Beschlagnahme von Vermögenswerten 290
 - Durchsuchung 290
 - Einstellungsverfügung 287
 - Generalklausel 284
 - Handelsaussetzung 286
 - Handelsuntersagung 286
 - Herausgabe von Kommunikationsdaten 291
 - öffentliche Warnungen 285
 - Veröffentlichung des Verstoßes und Warnung 288, 305

- Geldbußen *Siehe* Bußgelder
- Geltungsvorrang 23
- Grundrechtsrelevanz 192

- Informationsbarrieren 242

- juristische Person 39, 125, 162
 - Bußgelder 279, 302
 - strafrechtliche Sanktionen 278, 300, 301, 307

- Kodifikation 333, 336
- Konzernverhältnis 282 *Siehe* Trennungsprinzip

- Lamfalussy-Verfahren 9
- Larosière-Bericht 8, 24, 33, 121
- Leichtfertigkeit 279, 280
- Leitungsperson 309

MAR

- Auslegung 29
- Level 2- und Level 3-Rechtsakte 32
- Rechtslücke 117
- Systematik 25
- Vollharmonisierung 26, 121
- Zielsetzungen 176

Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 24

Marktmissbrauchsverbote 38

Maßnahme 72, 77

naming and shaming 277

Normenkollision 14, 211

Organisationsherrschaft 201

Personengesellschaft 41, 43, 44, 48, 59,
308, 314

Präventionsmaßnahmen *Siehe* Compliance-
Maßnahmen

Primärrechtskonforme Auslegung 49, 60

private enforcement 292, 294

public enforcement 276, 291, 294

Rechtsfolgenebene 296

Rechtsfortbildung 101, 163, 171, 190

Rechtsgrundsätze, allgemeine 136, 138,
171

Rechtslücke 98, 99, 101, 108, 109, 115,
135, 155

Rechtspersönlichkeit 54, 57, 143, 159, 160

Rechtsträgerprinzip 270, 308

Rechtsvergleichung 67, 76, 140, 233

Regelungslücke *Siehe* Rechtslücke

Reputationsschaden 231

Risikoanalyse 238, 241, 245

Sanktion 72

– strafrechtliche 76, 278

– verwaltungsrechtliche 77, 289

Schadensersatzansprüche 292

Segré-Bericht 8, 120

Strafrechtsbegriff 75, 301

Subsidiaritätsprinzip 88

Trennungsprinzip 180, 183, 199

Unionsrechtsautonome Auslegung 19, 47

Unternehmen 124, 142, 153, 159

Unternehmensstrafrecht *Siehe* Juristische
Person: strafrechtliche Sanktionen

Verantwortlichkeit 69

– Ermittlung einer konkreten natürlichen
Person 268, 270

– parallele 264, 266

Verantwortlichkeitsvoraussetzungen 252

– deutsches Recht 306

– Umsetzung 306, 309, 318

– zivilrechtliche Rechtsfolgen 328

Verbotsnormebene 296

Verhaltenslenkung 179, 186, 228, 238, 267

Verhältnismäßigkeit 190 ff.

Verhältnismäßigkeitsgrundsatz

– grundrechtsbezogener 174, 191

– kompetenzbezogener 88

Warnungen *Siehe* Finanzaufsicht

Wettbewerbsrecht 124, 141, 147

Wissenszusammenrechnung 256, 258

Zurechnung 69, 144, 147, 162, 198

– Ausschluss 223, 234, 247

– Gegenstand 251

– Zusammenrechnung 256, 263