

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 315

Emittentenhaftung und Entlastung

Zum Entlastungsbeweis nach § 97 Abs. 2 WpHG

Von

Jana Bertus



Duncker & Humblot · Berlin

JANA BERTUS

Emittentenhaftung und Entlastung

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 315

Emittentenhaftung und Entlastung

Zum Entlastungsbeweis nach § 97 Abs. 2 WpHG

Von

Jana Bertus



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität zu Köln hat diese Arbeit
im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-15878-2 (Print)
ISBN 978-3-428-55878-0 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 von der Fakultät für Rechtswissenschaften der Universität zu Köln als Dissertation angenommen.

Mein Dank gilt allen voran meinem Doktorvater, Prof. Dr. Klaus Peter Berger, für die aufmerksame Betreuung, den für ein solches Werk notwendigen akademischen Freiraum und die schnelle Korrektur.

Ebenso gilt mein Dank Prof. Dr. Norbert Horn für die schnelle Zweitkorrektur und das Interesse an meiner Arbeit.

Daneben möchte ich mich insbesondere bei meinen Eltern Bettina und Johann Bertus und meiner Stiefmutter Mechthild Sieverding für ihre immerwährende und bedingungslose Unterstützung nicht nur während der Schaffensphase dieser Arbeit bedanken, ohne die ich nicht bis hierhin gekommen wäre.

Für das Gelingen einer derartigen Arbeit tragen darüber hinaus viele Menschen bei – gleichermaßen auf juristischer und persönlicher Ebene. Mein tiefst empfundener und aufrichtiger Dank gilt Dr. Christian Werthmüller, Dr. Sebastian Hagemann, Dr. Michael Zenker und Dr. Kiana Mirzaei. Zuletzt möchte ich Dr. Oliver Wilken für seine stete Förderung und Unterstützung danken, die einen wesentlichen Beitrag nicht nur für das Gelingen dieser Arbeit geleistet hat.

Köln, im November 2019

Jana Bertus

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	17
<i>1. Kapitel</i>	
Rechtliche Grundlagen der Ad-hoc-Publizitätspflichten und der Haftung	
	21
A. Rechtliche Grundlagen des § 97 WpHG	21
I. Regelungsgegenstand und Normzweck	21
1. Regelungsgegenstand	21
2. Normzweck	22
II. Rechtsnatur des § 97 WpHG	24
III. Wesentliche Neuerungen durch das 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz	26
1. Adressatenkreis	28
2. Bekanntgabe „so bald wie möglich“	28
3. Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR	28
4. Selbstbefreiung aufgrund der Gefährdung der Systemstabilität	31
5. Zwischenergebnis der Neuerungen durch das 1. FiMaNoG	31
B. Haftungsvoraussetzungen des § 97 WpHG	31
I. Objektiver Tatbestand	32
1. Den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation	32
a) Insiderinformation	32
aa) Begriff der Information	33
bb) Kein ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal des Drittbezugs	35
cc) Präzise Information	38
(1) Bereits eingetretene Umstände und Ereignisse	38
(2) Zukünftige Umstände und Ereignisse	39
(3) Gestreckte Geschehensabläufe und Zwischenschritte	40
(4) Kursspezifität	40
dd) Nicht öffentlich bekannt	41
ee) Kursrelevanz	44
b) Unmittelbare Betroffenheit	47
2. Unterlassung der Veröffentlichung	49
a) Pflicht zur Veröffentlichung nach Art. 17 MAR	49
aa) Adressat der Veröffentlichungspflicht	49
bb) Kenntnis ist Tatbestandsmerkmal	51

(1) Keine Kenntnis nach dem Wortlaut	51
(2) Kenntnis nach der Systematik	52
(3) Kenntnis nach der historischen Auslegung	54
(4) Kenntnis nach dem Telos	54
cc) Zeitraum bis zur Veröffentlichung	56
dd) Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR	57
b) Unterlassen	60
3. Aktivlegitimation des Anspruchsinhabers	61
a) Aktivlegitimierte Erwerber	62
b) Aktivlegitimierte Veräußerer	62
II. Verschulden	62
III. Kausalität und Schaden	63
1. Kursdifferenzschaden	63
2. Vertragsabschlussschaden	65
C. Zwischenergebnis der gesetzlichen Grundlagen und Haftungsvoraussetzungen des § 97 WpHG	66
 <i>2. Kapitel</i> Insiderspezifische Compliance	
A. Begriff der Insiderspezifischen Compliance	68
I. Compliance nach dem 2. FFG	69
II. Compliance nach dem 4. FFG	69
III. Compliance nach dem DCGK	70
IV. Compliance nach § 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG a.F.	70
V. Zwischenergebnis zur Definition der Insiderspezifischen Compliance	72
B. Aufgaben von Compliance	72
I. Überwachung	73
II. Schutz	74
III. Beratung	75
IV. Marketing	75
C. Elemente der Ausgestaltung von Compliance-Systemen nach IDW PS 980	76
I. Compliance-Kultur	78
II. Compliance-Ziele	79
III. Compliance-Risiken	79
1. Identifikation	80
2. Priorisierung	81
3. Bewertung	82
4. Steuerung	82
5. Überwachung und Berichterstattung	83

IV. Compliance-Programm	84
V. Compliance-Organisation	85
VI. Compliance-Kommunikation	87
VII. Überwachung und Verbesserung	88
D. Bedeutung von Compliance am Kapitalmarkt	89
E. Compliance und Haftungsrisiken nach § 97 WpHG	90
I. Compliance-Systeme als praktische Grundlage der Entlastung nach § 97 WpHG	91
II. Compliance-Verstöße als eigenständige Insiderinformation	92
F. Keine Pflicht zur Einrichtung einer Insiderspezifischen Compliance	93
I. Keine Pflicht nach Art. 22 Delegierte VO (EU) 2017/565	93
II. Keine Pflicht nach § 130 OWiG	94
III. Keine Pflicht nach § 91 Abs. 2 AktG	94
IV. Keine Pflicht nach dem DCGK	95
V. Keine Pflicht nach der Siemens/Neubürger-Entscheidung des LG München I	96
G. Prüfung von Compliance-Systemen nach IDW PS 980	97
I. Konzept und Vorteile einer Prüfung durch einen Abschlussprüfer	97
II. Prüfungsarten	100
1. Konzeptionsprüfung	100
2. Angemessenheitsprüfung	100
3. Wirksamkeitsprüfung	101
H. Zwischenergebnis der Bedeutung und Ausgestaltung der Insiderspezifischen Compliance	102

3. Kapitel

Grundlagen der Entlastung nach § 97 Abs. 2 WpHG 103

A. Verschuldensvorwurf des § 97 WpHG	103
I. Anknüpfung des Verschuldens	103
II. Verschuldensformen	104
1. Vorsatz	104
2. Grobe Fahrlässigkeit	104
III. Organverschulden und seine Rechtsfolgen	105
IV. Beurteilungszeitpunkt für das Verschulden	105
B. Gesetzliche Möglichkeit der Entlastung nach § 97 Abs. 2 WpHG	106
I. Unkenntnis der Insiderinformation	106
1. Keine positive Kenntnis	106
2. Keine grob fahrlässige Unkenntnis	107
II. Fehleinschätzung des Kursbeeinflussungspotentials	108
III. Verspätete Veröffentlichung	108

IV. Irrtum über einen Selbstbefreiungstatbestand	108
C. Voraussetzungen der Entlastung durch die Unkenntnis des Emittenten von der Insiderinformation	109
I. Trennung von Wissenszurechnung und Zurechnung schuldhaften Verhaltens	109
II. Definition der Wissenszurechnung	111
III. Wissenszurechnung innerhalb der Haftung nach § 97 WpHG	113
IV. Dogmatik der Wissenszurechnung	114
1. Telos der Wissenszurechnung	114
2. Theorien zur Wissenszurechnung nach deutschem Recht	117
a) Vertretertheorie	118
b) Organtheorie	120
c) Wissensorganisationstheorie	121
aa) Informationsweiterleitungspflicht	124
bb) Informationsabfragepflicht	125
cc) Informationsspeicherungspflicht	125
3. Wissen oder Wissenmüssen als Zurechnungsvoraussetzung	126
4. Erfasster Personenkreis	127
a) Vorstand	128
aa) Gesamtvorstand	128
bb) Einzelnes Vorstandsmitglied	128
b) Aufsichtsrat	129
aa) Ausgangskonstellation hinsichtlich § 97 WpHG i. V.m. Art. 17 MAR	129
bb) Zurechnung innerhalb der Zuständigkeit	129
cc) Zurechnung außerhalb der Zuständigkeit	131
dd) Ausnahmsweise Zurechnung im Hinblick auf § 97 WpHG	132
c) Nachgeordnete Mitarbeiter	135
V. Auslegung der Wissensorganisationstheorie innerhalb von § 97 WpHG	135
1. Geltung innerhalb des § 97 WpHG i. V.m. Art. 17 MAR	136
2. Anwendbarkeit im Deliktsrecht	138
3. Auslegung innerhalb des § 97 WpHG	139
D. Zwischenergebnis zu den Grundlagen einer Entlastung	142

4. Kapitel

Kenntnisbezogene Entlastung durch Insiderspezifische Compliance-Systeme 143

A. Herleitung des Entlastungsbeweises aufgrund der Unkenntnis von der Insiderinformation	143
I. Kernthese der Herleitung	143
II. Allgemeine Reichweite und Grenzen der Wissensorganisationspflicht und ihre Ausprägung im Haftungssystem des § 97 WpHG	146

1. Inhaltliche Reichweite der Wissensorganisationspflicht	146
2. Persönliche Reichweite der Wissensorganisationspflicht	147
3. Gesetzliche Grenze der Wissensorganisationspflicht	148
a) Einheit der Rechtsordnung	149
b) Keine Gefährdungshaftung	150
c) Telos der Wissenszurechnung	150
d) Telos des § 97 WpHG i. V.m. Art. 17 MAR	151
aa) Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR	152
bb) Unmittelbarkeitskriterium nach Art. 17 Abs. 1 MAR	152
e) Grundsatz: Ultra posse nemo obligatur	153
f) Vergleich zu den Mechanismen deliktischer Verkehrssicherung	154
aa) Inhalt und Umfang der Verkehrssicherungspflichten	155
bb) Übertragung auf die Wissensorganisationspflicht	156
g) Verhältnismäßigkeit der Haftungsrisiken	156
4. Tatsächliche Grenze der Wissensorganisationspflicht	157
5. Wertende Grenze der Wissensorganisationspflicht	159
6. Zwischenergebnis zur allgemeinen Reichweite und den allgemeinen Grenzen der Wissensorganisationspflicht im Rahmen des § 97 WpHG	160
III. Spezifische Grenzen der Insiderspezifischen Wissenszurechnung	160
1. Verschwiegenheitspflichten	161
2. Privat erlangtes Wissen	162
a) Privates Wissen des Vorstands	162
b) Privates Wissen des Aufsichtsrats	164
c) Privates Wissen nachgeordneter Mitarbeiter	165
3. Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen	166
4. Vertraulichkeitsbereiche	167
5. Datenschutzrechtliche Grenzen	168
6. Eigener Rechtsverstoß und Nemo-tenetur-Grundsatz	169
IV. Inhalt und Ausgestaltung des Entlastungsbeweises	171
1. Positiver Entlastungsbeweis: Ordnungsgemäße Insiderspezifische Wissensorganisation durch Compliance-Strukturen	172
a) Anwendbarkeit von Compliance	173
b) Entlastungswirkung von Compliance	174
aa) Präventionszweck von Haftungsnormen	176
bb) Rechtsvergleich zum Anglo-amerikanischen Rechtssystem	176
(1) Rechtsvergleich zu den US Sentencing Guidelines	177
(2) Rechtsvergleich zu dem UK Bribery Act	177
(3) Folgerungen für die Enthaltungswirkung	178
cc) Vergleich zum vergaberechtlichen Prinzip der Selbstreinigung	178
dd) Vergleich zu den Grundlagen der Bußgeldbemessung nach § 30 OWiG	179

ee) Vergleich zu Gesetzesvorschlägen zur Compliance-Anerkennung	181
(1) Vergleich zum VerbStrG-E	182
(2) Vergleich zum Änderungsvorschlag der §§ 30, 130 OWiG durch den Bund der Unternehmensjuristen	183
(3) Vergleich zum CompAG-E	183
(4) Folgerungen für die Entlastungswirkung in § 97 WpHG	183
ff) Zwischenergebnis zur Entlastungswirkung von Compliance-Systemen im Rahmen des § 97 WpHG	184
c) Ausgestaltung des Insiderspezifischen Wissensorganisations-systems	185
aa) Insiderspezifische Ziele	185
bb) Insiderspezifische Kultur	186
cc) Insiderspezifische Risikoanalyse	186
dd) Insiderspezifisches Programm	188
(1) Richtlinie in Form eines Code of Conduct	188
(2) Präventive Maßnahmen	190
ee) Insiderspezifische Organisation	190
ff) Insiderspezifische Kommunikation	191
gg) Insiderspezifische Überwachung und Verbesserung	192
d) Zwischenergebnis des positiven Entlastungsbeweises	192
2. Negativer Entlastungsbeweis: Grenzen der Insiderspezifischen Wissensorganisation	193
B. Zwischenergebnis	194
C. Darlegungs- und Beweislast in der Entwicklung vom Haftungsstat- bestand zum Entlastungsbeweis	195
I. Allgemeine Beweislastverteilung	195
1. Haftungsbegründende Tatbestandsmerkmale	195
2. Beweislastverteilung für die Kenntnis des Emittenten von der Insiderinformation	196
a) Beweislast des Anlegers	196
b) Keine Anwendbarkeit der Beweislastumkehr des § 97 Abs. 2 WpHG	197
c) Sekundäre Darlegungslast des Emittenten	198
II. Beweislastverteilung für den Entlastungsbeweis	199
1. Beweislast des Emittenten	200
2. Fehlendes Compliance-System als Verschuldensindikator	201
D. Wesentliches Ergebnis	201
E. Zusammenfassende Thesen	203
Literaturverzeichnis	205
Stichwortverzeichnis	223

Abkürzungsverzeichnis

ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AnwBl.	Anwaltsblatt
Art.	Artikel
ArzneimittelG	Arzneimittelgesetz
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck-online Rechtsprechung
BegrRegE	Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BörsG	Börsengesetz
BR-Ds.	Bundesrat Drucksache
BT-Ds.	Bundestag Drucksache
BUJ	Bund der Unternehmensjuristen

BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	bezüglich
CB	Compliance-Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CMLRev.	Common Market Law Review
CompAG-E	Entwurf eines Gesetzes zur Schaffung von Anreizen für Compliance-Maßnahmen in Betrieben und Unternehmen
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DICO	Deutsches Institut für Compliance e. V.
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
D&O	Directors and Officers
EG	Europäische Gemeinschaft
EL	Ergänzungslieferung
ErfK	Erfurter Kommentar
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWERK	Zeitschrift des Instituts für Energie- und Wettbewerbsrecht in der Kommunalen Wirtschaft
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GmbHR	Die GmbH-Rundschau
GPSG	Geräte- und Produktsicherheitsgesetz
GroßKomm	Großkommentar
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HdB	Handbuch

h. M.	herrschende Meinung
HS	Halbsatz
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
i. E.	im Ergebnis
ISO	Internationale Organisation für Normung
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
JR	Juristische Rundschau
JZ	JuristenZeitung
Kap.	Kapitel
KapInHaG	Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KK	Kölner Kommentar
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
Komm.	Kommentar
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
Lit.	Literatur
lit.	littera
L. Rev.	Law Review
Ls.	Leitsatz
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MünchenerHdB d. GesR	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
MüKo	Münchener Kommentar
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungsreport
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NZBau	Neue Zeitschrift für Bau- und Vergaberecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
PS	Prüfstandard
RiW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie

Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
Rs.	Rechtssache
Schuldrechtsmodernisierungsg	Schuldrechtsmodernisierungsgesetz
S.	Seite
sog.	sogenannte/r
st.	ständig
str.	streitig
u.	und
unstr.	unstreitig
Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
US Sentencing Guidelines	United States Sentencing Commission Guidelines Manual 2006
VerbStrG-E	Entwurf eines Verbandsstrafgesetzes
VergabeR	Vergaberecht
VergRModG	Vergaberechtsmodernisierungsgesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WP	Wirtschaftsprüfer
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-, Verhaltens- und Organisationsverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZD	Zeitschrift für Datenschutz
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Einleitung

„Volkswagen treibt die Aufklärung von Unregelmäßigkeiten einer verwendeten Software bei Diesel-Motoren mit Hochdruck voran.“¹

Diese erste Ad-hoc-Mitteilung der Volkswagen AG in der sogenannten Dieselgate-Affäre² ist der Ausgangspunkt für eine Vielzahl von Aktionärsklagen innerhalb und außerhalb von Deutschland, die einen Schadensersatz aufgrund der Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflichten nach § 97 WpHG³ fordern.⁴ Gleichzeitig ist sie ein bezeichnendes Beispiel für die Bedeutung von Ad-hoc-Mitteilungen und das immense Haftungspotential der Verletzung der Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen.

Ad-hoc-Mitteilungen sind gleichwohl nicht nur für große Automobilhersteller bedeutsam, sondern für jedes Unternehmen, das Finanzinstrumente an der Börse oder im Freiverkehr begibt.⁵ So sind auch börsennotierte Fußballvereine zur Ad-hoc-Publizität verpflichtet. Für diese können wichtige Spielerwechsel wie beispielsweise der Wechsel von Ousmane Dembélé von der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA zum FC Barcelona⁶ möglicherweise eine Insiderinformation sein, bei deren unterlassener oder verspäteter Meldung sich der Verein einem erheblichen Haftungsrisiko nach § 97 WpHG aussetzt.

Der § 97 Abs. 1 WpHG bestimmt, dass ein Emittent, der es

„[u]nterlässt [...], unverzüglich eine Insiderinformation, die ihn unmittelbar betrifft, nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 zu veröffentlichen, [...] [dem]

¹ Volkswagen, Ad-hoc-Mitteilung v. 22.9.2015, 11:39, DGAP, abrufbar unter: <http://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/volkswagen-volkswagen-informiert/?newsID=899395>, zuletzt aufgerufen am 6.6.2018.

² Siehe zum Begriff „Dieselgate“ <https://de.wikipedia.org/wiki/Abgasskandal>, zuletzt aufgerufen am 6.6.2018.

³ § 97 WpHG ersetzt nach dem Zweiten Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) mit Wirkung zum 3.1.2018 § 37b WpHG a. F., BGBl. I 2017, S. 1693.

⁴ Vgl. umfassend zur Dieselgate-Affäre FAZ, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/diesel-affaere/>, zuletzt aufgerufen am 6.6.2018.

⁵ Siehe zum Adressaten der Ad-hoc-Publizitätspflichten S. 49 f.

⁶ Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, Ad-hoc-Mitteilung v. 25.8.2017, abrufbar unter: <http://aktie.bvb.de/IR-News/Ad-Hoc-News/Ousmane-Dembelle-vor-Wechsel-zum-FC-Barcelona>, zuletzt aufgerufen am 6.6.2018.

Dritten zum Ersatz des durch die Unterlassung entstandenen Schadens verpflichtet [...] [ist].“

Voraussetzung dieser Haftung ist die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 S. 1 MAR⁷, die bestimmt, dass

„[e]in Emittent [...] der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt [gibt].“

Diese korrespondierenden Bestimmungen definieren die Haftung des Emittenten für die Unterlassung der ihn treffenden Ad-hoc-Publizitätspflichten.

Das Ziel dieses Haftungssystems ist einerseits der Anlegerschutz und andererseits die Stärkung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes. § 97 WpHG legitimiert zur Erreichung dieses Ziels die Anleger, denjenigen Emittenten in Anspruch zu nehmen, der seinen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach Art. 17 MAR nicht oder nicht ordnungsgemäß nachgekommen ist. Die Regelung weist den Anlegern explizit einen Ersatzanspruch unmittelbar gegenüber dem Emittenten zu, wenn sie durch die Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflichten einen Schaden erlitten haben.

Seine Berechtigung findet die Vorschrift in dem kapitalmarkttypischen Informationsungleichgewicht zwischen Insidern und Anlegern. So werden Insiderinformationen häufig zunächst nur einem begrenzten Personenkreis bekannt. Das allgemeine Anlegerpublikum erfährt hingegen erst in einem zweiten Schritt von ihrem Bestehen. Es entsteht ein Informationsungleichgewicht, das dem Wissensträger einen unmittelbaren Vorteil im Fall einer Transaktion eröffnet, da er die Entwicklung des Werts des betreffenden Papiers vorhersehen und dieses Wissen ausnutzen kann. Um dieses Ungleichgewicht auszugleichen, wird der Emittent nach Art. 17 MAR zur unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformation in Form einer Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet, deren Verletzung die Haftung nach § 97 WpHG gegenübersteht.⁸

⁷ 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 v. 16.4.2014 (MAR), ABl. 2016 L 173/1.

⁸ Daneben besteht einerseits eine Strafandrohung nach § 119 Abs. 3 WpHG für eine Verletzung des Verbots von Insiderhandel nach Art. 14 MAR sowie die Möglichkeit einer Verhängung empfindlicher Bußgelder von bis zu einer Million gegenüber natürlichen Personen und bis zu dem höheren Betrag von zwei Millionen oder zwei Prozent des Gesamtumsatzes des vorangegangenen Geschäftsjahres nach § 120 Abs. 15 Nr. 6–11 i. V. m. Abs. 18 WpHG bei einer Verletzung der Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR. Beide Regelungen dienen dem Anlegerschutz und insbe-

Gleichzeitig ist die Entstehung und Qualifizierung einer Insiderinformation – etwa der sich erst schrittweise verdichtende Spielerwechsel – mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Auch können Insiderinformationen auf einer Vielzahl von Ebenen des Emittenten entstehen und zur Kenntnis genommen werden, aus der sich eine Kenntnis des Emittenten von der Insiderinformation ableiten kann. So kann die Pflicht nach Art. 17 MAR durch eine vermittelte Kenntnis entstanden sein, eine Veröffentlichung gleichwohl ausbleiben, da dem Vorstand als Handlungs- und für die Veröffentlichung zuständiges Organ die Kenntnis fehlt. Es kommt zu einer Verletzung der Veröffentlichungspflicht und der Gefahr einer Haftung. Gleichzeitig ist es für den Emittenten in der Praxis aufgrund der rechtlichen und praktischen Unsicherheiten und der vielgliedrigen Unternehmensstrukturen nahezu unmöglich, seine Ad-hoc-Publizitätspflichten ausnahmslos und umfassend zu erfüllen.

Umso bedeutender für den Emittenten ist daher die Frage, ob und wie er sich von der Haftung nach § 97 WpHG entlasten kann. Die Möglichkeit einer Entlastung eröffnet das WpHG in § 97 Abs. 2 WpHG, der bestimmt, dass „nicht in Anspruch genommen werden [kann], wer nachweist, dass die Unterlassung [der Veröffentlichung der Insiderinformation] nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht.“

Die spezifischen Voraussetzungen und der Beweis einer Entlastung sind hingegen nur wenig konturiert. Diese Arbeit untersucht daher welche Voraussetzungen für eine Entlastung nach dem § 97 Abs. 2 WpHG bestehen und leitet auf der Grundlage dieser Erkenntnisse einen spezifischen Entlastungsbeweis für den Emittenten her. Dieser wird sich, anknüpfend an die Dieselgate-Affäre, auf die Unkenntnis des Emittenten von der Insiderinformation als Grund für die Entlastung beziehen: ein kenntnisbezogener Entlastungsbeweis⁹.

Der Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit ist daher, ob nach den derzeitigen gesetzlichen Vorgaben und Bestimmungen des Soft Law ein Insider-spezifischer¹⁰ kenntnisbezogener Entlastungsbeweis im Rahmen des § 97 Abs. 2 WpHG möglich ist und wie dieser ausgestaltet sein muss.

sondere die letzte Regelung dient der Sicherstellung der Einhaltung der Ad-hoc-Publizitätspflichten und ergänzt sich insofern mit dem § 97 WpHG.

⁹ Der kenntnisbezogene Entlastungsbeweis wird definiert als der an die Kenntnis des Emittenten von der Insiderinformation anknüpfende Beweis der Entlastung des Emittenten von dem Verschuldensvorwurf des § 97 WpHG. Der kenntnisbezogene Entlastungsbeweis erbringt den Beweis, dass der Emittenten keine verschuldensrelevante Kenntnis von der Insiderinformation hatte, ihn mithin kein Verschulden trifft und er sich daher von der Haftung des § 97 WpHG entlasten kann.

¹⁰ Der Begriff „Insiderspezifisch“ wird definiert als auf Insiderinformationen bezogen.